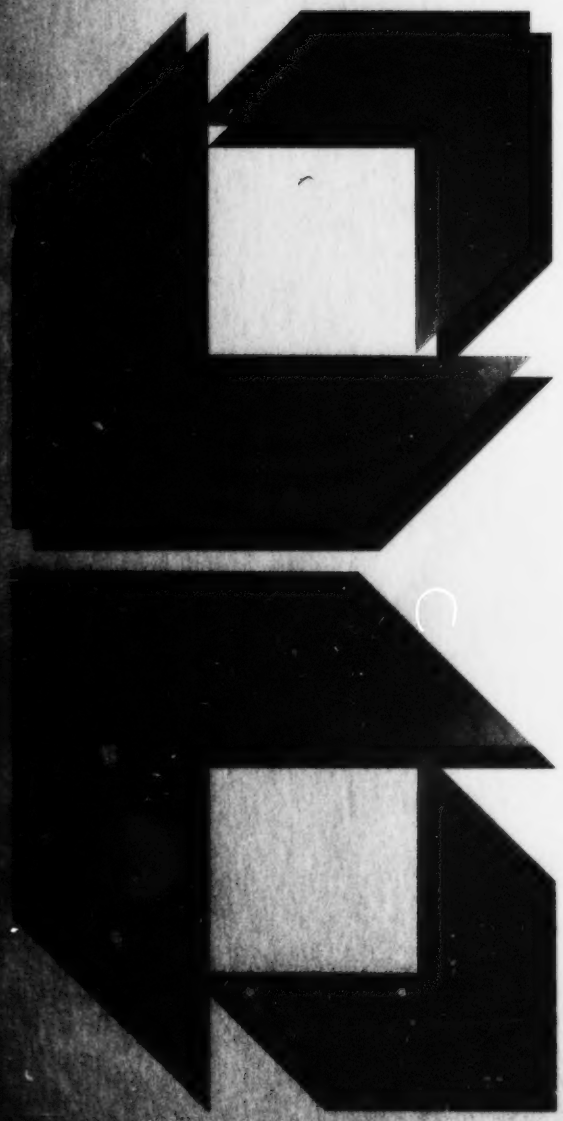
Le nouvel espace financier

Les marchés canadiens et la mondialisation



Un rapport de synthèse du Conseil économique du Canada
1989

Le nouvel espace financier

Données de catalogage avant publication (Canada)

Vedette principale au titre :

Le nouvel espace financier : Les marchés canadiens
et la mondialisation : un rapport de synthèse

Publ. aussi en anglais sous le titre : A New Frontier.
ISBN 0-660-92630-X
No de cat. MAS EC22-160/1989F

1. Finances internationales. 2. Marché monétaire.
3. Coopération internationale. 4. Institutions
financières – Canada. I. Conseil économique du
Canada. II. Titre : Les marchés canadiens
et la mondialisation.

HG3881.06614 1989 332'.042 C89-097089-0

Le nouvel espace financier

Les marchés canadiens et la mondialisation

Un rapport de synthèse du
Conseil économique du Canada
1989

89-04877/

© Ministre des Approvisionnements et Services Canada 1989

En vente au Canada par l'entremise des

Librairies associées
et autres libraires

ou par la poste auprès du

Centre d'édition du gouvernement du Canada
Approvisionnements et Services Canada
Ottawa (Canada) K1A 0S9

N° de catalogue EC22-160/1989F
ISBN 0-660-92630-X

Table des matières

Membres du Conseil économique du Canada vii

Avant-propos ix

Introduction 1

1 Un système en pleine mutation 2

2 À nouveaux marchés, nouveaux produits 4
La planétarisation 4
Sa nature 4
Son ampleur 5
Ses avantages 7
Ses risques 7
Son incidence sur la politique macro-économique 8
L'innovation 9
Trois catégories d'instruments 9
Les risques 12
La coopération internationale : une nécessité 15
L'harmonisation de la réglementation 15
La supervision prudentielle 15
Des tendances irréversibles 16

3 Le Canada et le nouvel espace financier 18
La participation canadienne 18
Le recours aux institutions étrangères 21
Le recul des institutions canadiennes 21
La pénétration étrangère des marchés canadiens 25
Anciens débats 26
La restructuration du secteur financier 27
Les liens entre sociétés commerciales et institutions financières 28
La disponibilité des services financiers dans les régions 31
La solvabilité des institutions financières 31
Une réglementation fragmentée 32
Vers une meilleure coopération entre les organismes de réglementation canadiens 33

4 Pour relever le défi 33
Mesures à prendre au niveau national 35
La rationalisation de l'appareil réglementaire canadien 35
L'amélioration de la concurrence et de l'accès 39
Le renforcement de la solvabilité des institutions financières 49

Mesures exigeant une coopération internationale 56
L'amélioration de la concurrence et de l'accès 56
La réduction des risques et la stabilité 57

Dissidence au sujet de la recommandation 16 **61**

Glossaire **63**

Équipe de recherche **67**

Études techniques commandées par le Conseil **68**

Tableaux

1 Volume de facilités d'émission d'effets, d'euro-papier commercial et d'effets à taux variable, 1982-1988 10
2 Parts des institutions canadiennes et américaines dans la gestion des émissions d'euro-obligations, 1970-1988 22
3 Parts des institutions canadiennes et des institutions américaines dans la gestion des prêts internationaux, 1983-1988 23
4 Indicateurs de la performance des banques, divers pays, 1980-1987 23
5 Concentration dans l'industrie financière, Canada, 1979, 1984 et 1987 27
6 Actifs, activités principales et activités à l'étranger de certaines institutions financières du Canada, 1987 40

Graphiques

1 Ratio d'intermédiation financière, Canada, 1961-1987 3
2 Croissance des émissions d'obligations dans quatre pays de l'OCDE et sur les marchés internationaux, 1980-1988 5
3 Répartition des capitaux mobilisés sur les marchés internationaux, selon la catégorie d'instrument, 1982, 1984 et 1988 6
4 Contrats financiers à terme normalisés et options transigés sur les places boursières américaines, 1982-1988 12
5 Capitaux mobilisés sur les marchés internationaux, en proportion du PIB, certains pays, 1982-1987 18
6 Placement d'obligations canadiennes, 1963-1970 et 1981-1987 19
7 Proportion d'obligations canadiennes émises à l'extérieur du Canada et des États-Unis, selon la catégorie d'emprunteur, 1971-1980 et 1981-1987 20
8 Raisons motivant les emprunts des sociétés non financières canadiennes sur les marchés étrangers 21
9 Moyenne des taux de croissance annuelle de la valeur nominale des actifs des principales banques, certains pays, 1980-1987 24

Ce rapport reflète les vues des membres du Conseil économique du Canada; on trouvera toutefois, à la fin de ce document, une opinion dissidente de Thomas Courchene au sujet de la recommandation 16. Cette opinion est partagée par Marcel Pepin.

Membres du Conseil économique du Canada

Judith Maxwell, présidente
Caroline Pestieau, présidente associée et directrice
Harvey Lazar, président associé et directeur

Miller H. Ayre
Président et administrateur en chef
Ayre's Limited
St. John's

Diane Bellemare
Professeure
Département d'économique
Université du Québec à Montréal
Montréal

Jalynn H. Bennett
Vice-présidente, Expansion des opérations
La compagnie d'Assurance-Vie Manufacturers
Toronto

Alan A. Borger
Président
Ladco Company Limited
Winnipeg

Jacques Bougie
Président
Les Entreprises Alcan
Montréal

Dian Cohen
Présidente
Productions Dian Cohen
Toronto

Thomas J. Courchene
Professeur
Département d'économique
Queen's University
Kingston

Léon Courville
Vice-président exécutif
Banque nationale du Canada
Montréal

Alix Granger
Vice-présidente
Pemberton, Houston, Willoughby, Inc.
Vancouver

Yves Guérard
Président
Groupe Sobeco Inc.
Montréal

Chester A. Johnson
Président et administrateur en chef
Western Pulp Inc.
Vancouver

Raymond Koskie
Koskie & Minsky
Cabinet d'avocats
Toronto

William Mackness
Doyen
Faculté d'administration
Université du Manitoba
Winnipeg

Raymond J. Nelson
Président
Nelson Lumber Co. Ltd.
Lloydminster (Alberta)

Constantine E. Passaris
Professeur
Département d'économique
Université du Nouveau-Brunswick
Fredericton

Marcel Pepin
Professeur
École de Relations industrielles
Université de Montréal
Montréal

BARTLETT B. ROMBOUGH
Président et administrateur en chef
PanCanadian Petroleum Limited
Calgary

STEVE A. STAVRO
Président
Knob Hill Farms Ltd.
Scarborough

KEN W. STICKLAND
Président
KenAgra Management Services Ltd.
Edmonton

NORMAN E. WALE
Vice-président, Relations avec
les investisseurs et l'industrie
Canadien Pacifique Limitée
Montréal

H. GRAHAM WILSON
Vice-président et secrétaire
Dofasco Inc.
Hamilton

Avant-propos

Les années 80 auront été marquées par le rapprochement de diverses parties du monde. Le Canada et les États-Unis, par exemple, ont conclu un accord de libre-échange, les Européens ont travaillé à l'édification de leur marché unique et les pays du bassin du Pacifique ont resserré leurs liens économiques. Mais le mouvement de mondialisation des économies nationales n'aura nulle part été plus évident que dans le secteur financier. L'intégration des marchés financiers partout dans le monde et l'innovation financière qui l'a accompagnée ont en effet radicalement transformé le fonctionnement des institutions financières, la façon de mobiliser les capitaux et le genre d'instruments financiers en usage.

Depuis plusieurs années, le Conseil économique porte un vif intérêt au mode de fonctionnement du système financier canadien. En 1976, il a publié un important rapport sur la réglementation des banques et autres institutions de dépôt et, en 1982, un autre, cette fois sur le rôle de l'État dans les marchés financiers canadiens.

Le présent rapport de synthèse est le deuxième que le Conseil publie sur les marchés financiers canadiens en l'espace de deux ans et demi. Dans *Concurrence et stabilité* (novembre 1986) et le rapport de recherche qui l'accompagnait, *L'encadrement du système financier* (mars 1987), le Conseil a présenté une analyse approfondie des institutions et des marchés financiers canadiens, au moment où s'amorçait la refonte longtemps attendue de la réglementation financière au pays. Dans son rapport de 1986, il formulait des recommandations visant à accroître la concurrence sur le marché intérieur, à faciliter l'accès des Canadiens à des services financiers efficaces, et à renforcer la solvabilité des institutions financières. Dans le présent rapport de synthèse, nous allons plus loin et nous analysons la performance du système financier canadien dans le contexte de la mondialisation des marchés financiers et de l'innovation financière, deux tendances qui se sont nettement accentuées ces dernières années.

À première vue, de nombreux Canadiens ne se sentiront peut-être pas vraiment concernés par l'internationalisation et l'innovation financière. Pourtant, nos travaux démontrent que ces deux phénomènes se répercutent directement sur le bien-être de toute la population canadienne. Elles ouvrent aux institutions financières de nouvelles perspectives; elles donnent aux emprunteurs l'accès à de nouveaux bassins de capitaux selon des modalités qui répondent mieux à leurs besoins; et elles permettent aux investisseurs de mieux diversifier leurs portefeuilles. Comme emprunteurs et investisseurs sont eux-mêmes des producteurs de biens et de services, la mondialisation et l'innovation financière leur offrent l'avantage de réduire leurs frais d'exploitation et, par conséquent, de renforcer leur compétitivité.

Mais nos recherches nous ont également appris qu'en raison de ces deux phénomènes, il est devenu beaucoup plus difficile de suivre les transactions financières, d'en identifier les parties impliquées, et d'évaluer les risques qu'assument les divers agents économiques sur les marchés financiers : institutions ou emprunteurs particuliers ou investisseurs. Cette diminution de la transparence pourrait avoir des effets néfastes sur la stabilité des marchés financiers nationaux et internationaux.

Dans les recommandations que nous formulons ici, nous cherchons à trouver un équilibre entre, d'une part, l'ouverture des marchés financiers canadiens à la concurrence internationale et l'accès aux services financiers d'un bout à l'autre du pays et, d'autre part, le maintien de la rentabilité des institutions financières et de la stabilité des marchés financiers. C'est également dans ce sens qu'allaient les recommandations contenues dans notre précédent rapport de synthèse sur les marchés financiers. Les 23 recommandations du présent rapport se veulent en quelque sorte le complément des 31 recommandations contenues dans *Concurrence et stabilité*.

Le projet a été réalisé sous la direction d'André Ryba, membre du personnel de recherche du Conseil. L'équipe était assistée d'un comité consultatif composé de trois membres du Conseil et de quatre experts de l'extérieur, dont deux travaillent dans de grandes institutions internationales. Le comité, qui était présidé par Alix Granger, membre du Conseil, a fourni à l'équipe de M. Ryba une aide appréciable pour l'orientation générale du projet et l'évaluation des résultats de la recherche. Au nom du Conseil, je tiens donc à remercier les membres du comité consultatif pour leur précieuse contribution à ces travaux, ainsi que les membres du personnel pour la diligence et le soin qu'ils ont apportés à la réalisation du projet.

L'équipe a eu la difficile tâche d'étudier une situation en évolution rapide. On pourra d'ailleurs mesurer toute l'ampleur de ses travaux dans le rapport de recherche détaillé intitulé *Les marchés financiers canadiens et la mondialisation*, qui sera publié cette année. Les membres de l'équipe se sont rendus en Europe, aux États-Unis et en Australie, et ont bien sûr parcouru le Canada, s'entretenant avec plus de 250 décideurs et représentants d'institutions financières, de sociétés et d'organismes de réglementation. Nous avons en outre fait l'acquisition, auprès d'une maison d'édition britannique, d'une base de données sur les diverses émissions du marché des euro-obligations (depuis 1963) et du marché des effets à court terme (depuis 1981). L'équipe de recherche a retravaillé les données afin d'analyser la présence des emprunteurs canadiens sur les marchés internationaux, par rapport à celle des emprunteurs d'autres pays, et de mesurer la part que détiennent les institutions financières canadiennes sur le marché des émissions internationales de titres de sociétés. Enfin, l'équipe a aussi utilisé des données d'entreprises, de gouvernements, d'associations professionnelles ainsi que d'institutions financières proprement dites.

Depuis la publication de *Concurrence et stabilité*, la réglementation financière et les politiques publiques ont en général évolué – lentement, il est vrai – dans le sens que nous recommandions dans ce document. Nous estimons que les progrès réalisés à ce jour sont encourageants, mais qu'il faudra bientôt procéder à de nouvelles modifications. Les recommandations formulées dans le présent rapport de synthèse contribueront, croyons-nous, à l'élaboration d'un cadre financier qui donnera au Canada et aux Canadiens les outils avec lesquels ils pourront se bâtir un avenir prospère, dans un monde de plus en plus étroitement intégré.

Judith Maxwell
Présidente

Le nouvel espace financier

AVIS AU LECTEUR

Signalons que nous avons utilisé dans les tableaux les symboles suivants, employés par Statistique Canada :

..	chiffre non disponible
...	n'ayant pas lieu de figurer
--	infime
-	néant ou zéro
e	estimation
x	données confidentielles en vertu des dispositions de la *Loi sur la statistique* relatives au secret.

Les chiffres ayant été arrondis, leur somme peut ne pas correspondre au total.

Introduction

Les marchés financiers se sont radicalement transformés au cours des dernières années. Les agents économiques qui y évoluent ont ainsi vu leurs habitudes bouleversées et se sont soudain retrouvés obligés de s'adapter rapidement à une nouvelle situation. Il leur faut explorer, sans aucun point de repère, un territoire inconnu pour en déceler les avantages, mais aussi en éviter les embûches. Ceux qui s'acclimatent rapidement vont de l'avant; ceux qui ont de la difficulté à apprendre tirent de l'arrière.

Les Canadiens viennent de faire connaissance avec un nouvel espace financier – un marché planétaire où des produits novateurs ont transformé les pratiques du monde des affaires. Grâce aux télécommunications modernes, les courtiers de nombreuses régions du monde et des institutions étrangères récemment établies au pays offrent sur le marché canadien des services financiers qui concurrencent directement ceux de nos banques à charte et maisons de courtage. En revanche, les institutions canadiennes offrent bon nombre de services semblables à leurs clients de New York, Londres, Sydney ou Hongkong. Cette évolution s'est révélée avantageuse pour le Canada et elle offre de nombreuses autres possibilités. Mais elle a aussi contribué à affaiblir de nombreux mécanismes de protection du système financier canadien.

Les prêteurs, les emprunteurs, les gouvernements et les organismes de réglementation doivent pouvoir s'orienter dans le nouvel espace financier. Souvent, les mécanismes nécessaires pour gérer l'évolution récente n'existent pas encore, que ce soit à l'échelle nationale ou mondiale. Et c'est seulement quand on les aura mis au point que les Canadiens pourront profiter pleinement des avantages que comportent les nouveaux marchés financiers et qui se traduiront, en bout de ligne, par une diminution des coûts de production de nos biens et services, par le renforcement de notre compétitivité sur les marchés internationaux et par une hausse de notre niveau de vie. Ne rien faire, c'est nous exposer à nombre de risques, qui vont de pair avec les transactions internationales et les nouveaux instruments, sans disposer des outils permettant de les maîtriser. Ne rien faire, ce serait aussi priver les Canadiens de nombreux avantages qui sont à leur portée.

Le présent rapport de synthèse comprend quatre parties :

– Dans la Partie 1, nous décrivons les étapes du double processus de mondialisation et d'innovation sur les marchés financiers et nous présentons le cadre général de notre analyse.

– Dans la Partie 2, nous examinons l'ampleur de la mondialisation des marchés financiers ainsi que les nouvelles pratiques et les nouveaux instruments adoptés. Nous décrivons les perspectives qu'ouvre cette évolution, les risques qu'elle comporte ainsi que les réactions des organismes de réglementation. Notre opinion est que l'internationalisation et l'innovation accroissent l'efficacité du système financier et que le phénomène est donc loin d'être transitoire.

– Dans la Partie 3, nous analysons la présence du Canada sur les marchés internationaux et sa participation au processus d'innovation financière; nous examinons de près le rôle des institutions financières canadiennes et envisageons l'incidence de la nouvelle conjoncture sur de vieux débats qui ont encore des échos sur notre scène politique nationale. En examinant ces phénomènes, nous nous sommes rendu compte que les grandes sociétés canadiennes, tant privées que publiques, savent déjà fort bien se comporter sur les marchés mondiaux mais, par contre, que les petites et moyennes entreprises ne profitent pas encore de l'évolution récente du monde de la finance. Nous avons été étonnés, par ailleurs, de découvrir que nos banques et maisons de courtage, à certains égards, tiraient de l'arrière par rapport aux institutions des autres pays. Enfin, il nous est apparu clairement que la mondialisation et l'innovation ajoutent aux impératifs dont les gouvernements fédéral et provinciaux doivent tenir compte dans leurs efforts de modernisation des régimes de réglementation.

– Dans la Partie 4, nous proposons donc aux Canadiens – et, en particulier, à leurs gouvernements – des façons de relever les défis de la mondialisation et de l'innovation.

Le lecteur qui a déjà eu l'occasion de se familiariser avec la question pourra, s'il le souhaite, passer directement aux Parties 3 et 4 du rapport, où nous traitons des questions de politique intérieure et formulons nos recommandations.

On pourra consulter l'analyse détaillée qui sous-tend les deux premières parties du présent rapport de synthèse dans le rapport de recherche intitulé *Les marchés financiers canadiens et la mondialisation*, qui sera publié dans quelques mois. Parmi les sujets traités dans le présent rapport de synthèse, le rapport de recherche développera notamment : l'industrie financière au Canada (chapitre 2); l'innovation dans le secteur financier (chapitre 3); l'internationalisation des marchés financiers (chapitre 4); la présence des institutions étrangères sur les marchés canadiens (chapitre 5); et la coordination de la réglementation aux niveaux national et international (chapitre 6).

Le lecteur trouvera à la fin du présent rapport un glossaire expliquant la terminologie spécialisée en usage dans le monde de la finance d'aujourd'hui.

1 Un système en pleine mutation

La mondialisation des marchés financiers résulte d'un certain nombre de facteurs connexes, dont le plus important est peut-être la suppression de bon nombre des obstacles à la libre circulation des capitaux qui avaient été érigés dans les années 30. L'élimination de ces obstacles a été elle-même facilitée par l'effondrement, au début des années 70, des Accords de Bretton Woods, en vertu desquels les gouvernements s'étaient engagés à respecter un système de taux de change fixes.

Par la suite, dans les années 70 et au début des années 80, les pays industrialisés ont été nombreux à assouplir radicalement leur réglementation. Ce ne sont pas les exemples qui manquent. Ainsi, au Royaume-Uni, le « Big Bang », en 1986, a ouvert le marché boursier de Londres. En France, les plafonds des taux d'intérêt, les mesures de contrôle des changes et les obstacles à l'introduction de pratiques et d'instruments nouveaux ont été graduellement abolis au cours des années 70. Au Japon, la libéralisation du yen a ouvert les marchés financiers nippons aux nouveaux instruments, à une nouvelle concurrence et aux activités internationales.

La conjoncture économique des années 70 a renforcé ces facteurs structurels et à long terme. Les déséquilibres extérieurs croissants d'un grand nombre de pays ont en effet favorisé la planétarisation des marchés financiers. Les deux chocs pétroliers des années 70, la crise de la dette du Tiers-Monde au début des années 80 et, plus récemment, les excédents du Japon et de l'Allemagne de l'Ouest et les déficits des États-Unis ont tous nécessité le recyclage international des capitaux. Ensuite, la flambée des taux d'intérêt et l'instabilité des taux de change ont fortement encouragé la diversification internationale des portefeuilles d'investissement et des sources de financement.

La mondialisation des marchés financiers s'est accompagnée du développement rapide de nouveaux instruments financiers et de nouvelles pratiques pour gérer les risques, augmenter la profondeur des marchés et améliorer l'accès aux capitaux. L'innovation financière et la mondialisation se sont stimulées mutuellement, mais l'apparition de nouveaux instruments financiers a aussi été favorisée par l'instabilité accrue des taux de change et d'intérêt qui a suivi l'effondrement des Accords de Bretton Woods et par l'aggravation des déséquilibres entre les pays créditeurs et les pays débiteurs.

Cette évolution des marchés financiers ne s'est toutefois pas déroulée en vase clos. Elle ne constitue qu'un aspect – attribuable en partie à un assouplissement des réglementations protectionnistes – d'une tendance plus générale à la planétarisation des activités économiques et autres (en particulier des systèmes de production), les entreprises multinationales exploitant des usines à travers le monde pour répondre aux besoins d'une clientèle qui, elle aussi, est répartie sur l'ensemble de la planète. La mondialisation des activités financières a été aussi facilitée par les technologies de pointe, plus particulièrement dans le domaine des télécommunications, qui ont aboli les contraintes de temps et d'espace. Ainsi, le nombre d'opérations bancaires traitées quotidiennement par le système SWIFT, qui transmet les instructions de paiement entre les pays, est passé d'environ 800 le jour de l'inauguration du système, en mai 1977, à 900 000 dix ans plus tard.

Dans les échanges commerciaux, on a pu observer un phénomène d'intégration analogue qui a abouti au regroupement en blocs commerciaux de marchés auparavant indépendants. L'Accord de libre-échange entre le Canada et les États-Unis – premier accord assorti d'obligations englobant les échanges de services financiers et autres – en est l'un des exemples les plus récents. En effet, même si l'accord n'harmonise pas la réglementation des deux pays, il constitue un grand pas en avant sur la voie de la mondialisation des services financiers. Il permet aux banques et autres institutions financières de chacun des deux pays d'exercer leurs activités sur le marché intérieur de l'autre en vertu du « traitement national », c'est-à-dire en étant soumises à la même réglementation que les institutions de ce dernier.

Développement potentiellement plus fondamental encore, la Communauté économique européenne a récemment opté pour l'intégration complète de ses marchés. À la fin de 1992, l'Europe des Douze deviendra un marché unique de 320 millions d'habitants à l'intérieur duquel les personnes, les biens, les services et les capitaux pourront circuler presque aussi librement qu'ils le font aujourd'hui à l'intérieur de leurs pays respectifs. Un nouveau géant économique verra ainsi le jour, où la fiscalité, les normes de production, les systèmes comptables et les mécanismes d'intermédiation financière seront uniformes. Dans cette nouvelle Europe unifiée, une banque ou une maison de courtage d'un pays membre pourra opérer dans n'importe quel autre pays membre. Une société inscrite à la bourse d'un pays pourra obtenir presque automatiquement son inscription à n'importe quelle autre bourse de valeurs mobilières de la Communauté.

La transformation des marchés financiers mondiaux a des conséquences profondes pour le Canada car elle influe directement sur la prestation des services financiers au pays. Les institutions qui fournissent ces services font partie de notre vie personnelle et professionnelle quotidienne. Elles fournissent des services de prêts, d'assurance et de dépôts

ainsi que divers instruments d'investissement; elles permettent d'encaisser des chèques et d'effectuer des virements de fonds. Elles facilitent également l'émission et l'achat de titres, comme les bons du Trésor, les obligations et les actions. À l'heure actuelle, 87 % des Canadiens adultes détiennent au moins un compte d'épargne, 32 % détiennent une part sociale dans des caisses populaires ou d'autres coopératives de crédit et 60 % sont titulaires d'une police d'assurance-vie. Entre 1982 et 1986, les institutions financières ont aussi aidé les entreprises canadiennes à mobiliser en moyenne 21 milliards de dollars par an sous forme de divers titres d'emprunt ou de capital-actions, ce qui représentait environ 38 % de leurs sources de financement.

La diffusion de l'information financière est un autre rôle important du système. Les institutions renseignent en effet les investisseurs et les emprunteurs sur les possibilités d'investissement, sur les perspectives économiques, sur le potentiel de diverses actions et sur les variables qui affectent la valeur actuelle et future des actifs.

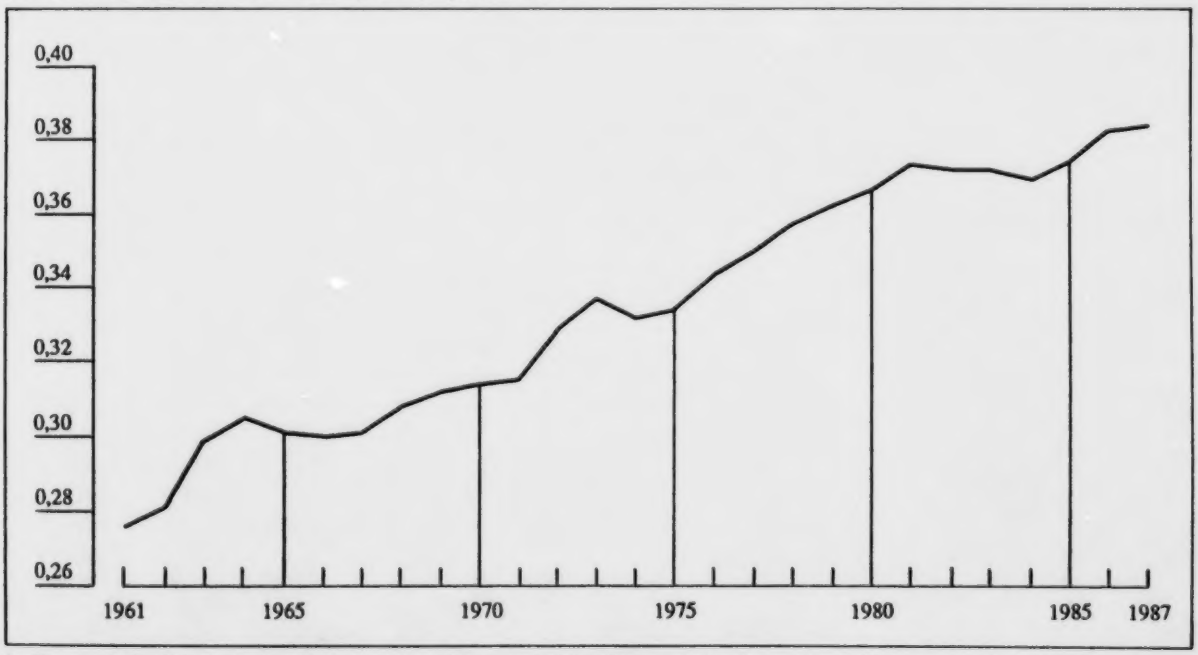
Le système financier exerce aussi une influence plus générale sur notre vie. C'est le mécanisme qui permet de diriger les fonds des investisseurs vers les emprunteurs et, idéalement, de ceux qui sont le moins en mesure de supporter les risques vers ceux qui en sont le plus capables. L'efficacité du système financier se répercute sur le loyer et l'usage de l'argent et, par conséquent, sur le rythme du développement industriel, la valeur du dollar canadien et, en bout de ligne, sur les offres d'emplois.

Partout dans le monde, l'importance relative des marchés financiers dans l'économie a augmenté. Aux États-Unis, au Japon, en Allemagne de l'Ouest et au Canada, pour ne citer que quelques exemples, les actifs des institutions financières et le marché obligataire ont progressé beaucoup plus rapidement que l'économie en général au cours des 10 dernières années. Les ménages, les entreprises et les gouvernements ont de plus en plus recours aux marchés financiers, et les actifs financiers changent de mains plus souvent.

Par ailleurs, ces dernières années, on a vu s'accroître ce qu'il est convenu d'appeler l'« institutionnalisation des marchés financiers », c'est-à-dire la proportion des activités financières transigées par les institutions financières. Ainsi, au Canada, le ratio de l'actif des institutions financières à l'actif financier total a sensiblement augmenté entre 1961 et 1987 (graphique 1).

Graphique 1

Ratio d'intermédiation financière[1], Canada, 1961-1987



1 Rapport de l'actif des institutions financières à l'actif financier total dans l'économie. Une hausse du ratio indique que les institutions financières jouent un rôle accru dans les transactions financières au Canada.

SOURCE D'après des données de Statistique Canada.

L'efficacité des marchés financiers intéresse donc tout le monde, consommateur ou propriétaire de maison, nouvel entrepreneur ou président de grande entreprise. Cette efficacité des institutions et des marchés financiers, qui est un important facteur d'amélioration du bien-être économique du pays, est fonction de trois facteurs en interaction :

– le degré de concurrence à l'intérieur du système;

– l'accessibilité des services financiers aux emprunteurs et aux prêteurs; et

– la confiance qu'inspirent le système et la solvabilité de ses institutions constituantes.

Le degré de *concurrence* qui existe au sein de l'industrie financière influe sur la gamme des services et produits offerts ainsi que sur leur prix et leur qualité et en général, toutes autres choses étant égales par ailleurs, plus la concurrence est forte, mieux les usagers sont servis. L'*accessibilité* de ces services et produits aux diverses catégories d'usagers est favorisée, mais non garantie, par la concurrence. Il y a lieu de considérer, par exemple, si les produits et services financiers sont aussi disponibles, et aux mêmes conditions, aux petits usagers qu'aux plus importants, à ceux des régions périphériques qu'à ceux qui habitent les grands centres urbains et financiers du Canada ou à proximité de ces centres. La confiance dans la *solvabilité* des institutions et la stabilité du système de paiement sous-jacent sont aussi des éléments essentiels au bon fonctionnement du système financier. Si celui-ci n'inspire pas une solide confiance aux divers agents économiques, un grand nombre de transactions commerciales qui auraient avantage à être transigées par des intermédiaires financiers ne seront pas effectuées, ou alors le seront, mais coûteront plus cher.

L'internationalisation et l'innovation ont toutes deux d'importantes répercussions sur la concurrence, l'accessibilité et la solvabilité. La concurrence entre les institutions financières de divers pays est beaucoup plus vive aujourd'hui qu'il y a quelques années à peine. Elle crée pour les usagers des services financiers de nouvelles possibilités et il est probable qu'elle en créera encore davantage dans l'avenir. L'innovation financière, en raison de la nature même des nouveaux produits et procédés auxquels elle a donné naissance, a favorisé cette intensification de la concurrence. À ce jour, cependant, l'accès aux nouveaux services et produits a été plus facile pour certaines catégories d'emprunteurs que pour d'autres.

La solvabilité subit également l'influence de l'internationalisation et de l'innovation. D'abord, les chocs se répercutent facilement d'un centre financier à un autre, que ce soit de New York à Londres, de Hongkong à Tokyo, ou de Singapour à Sydney. Ensuite, la planétarisation des marchés et l'apparition de centaines de nouveaux produits financiers ont rendu caduques les méthodes utilisées jusque-là pour améliorer la solvabilité.

Les changements survenus sur les marchés financiers ont donc produit à la fois des gains et des pertes parmi les facteurs qui déterminent l'efficacité. Ainsi, l'amélioration de la concurrence augmente parfois les risques d'insolvabilité et aggrave le risque systémique, c'est-à-dire le risque d'instabilité qui est lié au système financier proprement dit. Elle peut favoriser certaines catégories d'utilisateurs mais, relativement du moins, en défavoriser d'autres. Par conséquent, le rôle de l'État consiste à essayer d'assurer le meilleur équilibre entre concurrence, accessibilité et solvabilité.

2 À nouveaux marchés, nouveaux produits

La mondialisation des activités financières et l'apparition d'un grand nombre de nouveaux produits financiers sont les deux grandes tendances qui ont transformé les marchés financiers ces 10 dernières années. Nous examinons ici la nature et l'ampleur de la planétarisation des marchés financiers, le rôle des nouveaux instruments ainsi que les avantages et les coûts que comportent ces deux tendances.

La planétarisation

Sa nature

La mondialisation des marchés financiers, la circulation internationale des capitaux, la diversification géographique des portefeuilles ou même l'implantation, sur les marchés intérieurs, des banques et maisons de courtage étrangères n'ont rien de révolutionnaire en soi. Ce qu'il y a de nouveau, par contre, dans l'évolution actuelle, c'est son ampleur et sa rapidité, ainsi que la façon dont elle a transformé le comportement des investisseurs, des emprunteurs et des dirigeants d'entreprise. Évoluant maintenant dans un marché aux dimensions planétaires, ces agents économiques prennent leurs décisions en fonction d'une conjoncture mondiale. L'entreprise canadienne qui veut financer son expansion ne recherche plus automatiquement un bailleur de fonds canadien. Elle peut tout aussi bien se tourner vers les marchés de Londres, de Tokyo ou de New York, ou encore s'adresser aux investisseurs suisses.

Et cette nouvelle optique planétaire n'est pas l'apanage exclusif des entreprises et des institutions financières. En

faisant l'évaluation de leur portefeuille, en effet, beaucoup de particuliers examinent maintenant les possibilités qui existent sur le marché étranger. Dans tous les grands pays industrialisés, les particuliers et les institutions savent qu'ils doivent se tenir au courant non seulement de ce qui se passe chez eux, mais aussi des influences qui s'exercent ailleurs, des événements qui se produisent dans les autres pays et qui peuvent se répercuter en quelques secondes sur la scène locale.

Son ampleur

L'importance qu'ont prise, dans la dernière décennie et dans tous les pays, les opérations financières internationales des emprunteurs et des prêteurs par rapport aux transactions purement intérieures est tout à fait remarquable. Elle peut être mesurée par :

- l'accroissement de la circulation internationale des capitaux;
- l'augmentation du volume des émissions internationales;
- l'implantation des institutions financières étrangères sur les marchés intérieurs;
- la diversification des devises utilisées; et
- la montée des centres financiers.

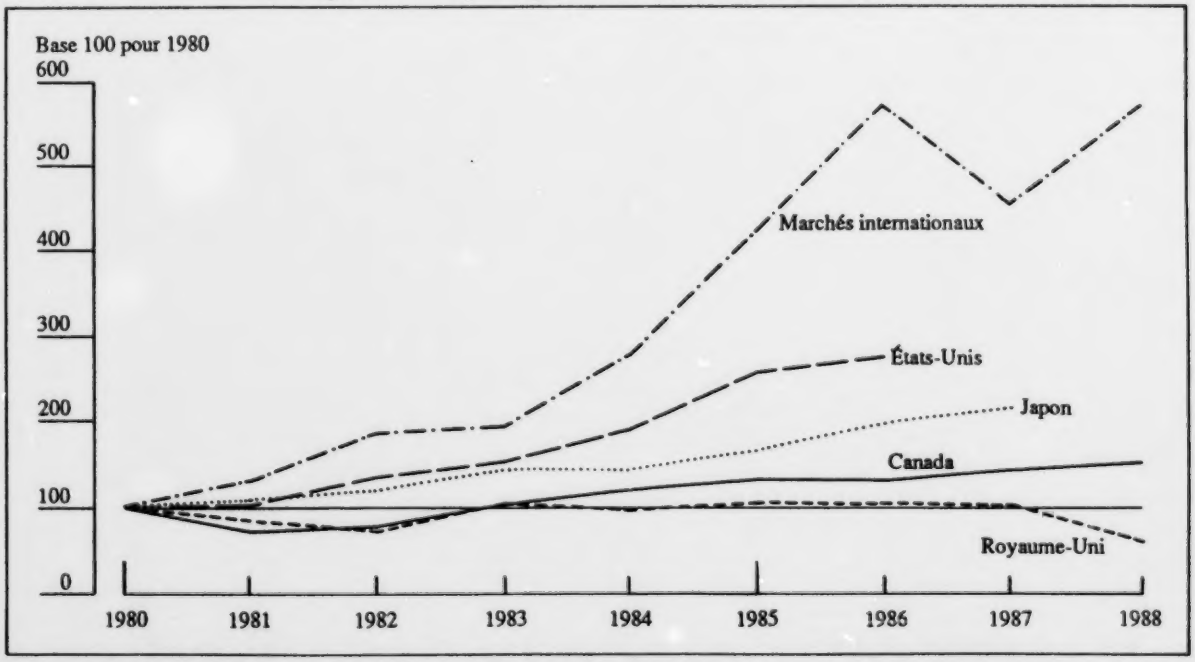
La circulation internationale des capitaux

La circulation internationale des capitaux s'est considérablement accrue au cours de la dernière décennie. Ainsi, pour le Canada, les échanges internationaux de titres existants – par opposition à ceux portant sur des titres nouvellement émis – se sont multipliés par 21 entre 1978 et 1988, la majeure partie de cette augmentation s'étant produite après 1983.

En 1986, les fonds mobilisés sur les marchés obligataires internationaux par tous les pays étaient six fois plus élevés qu'en 1980. En revanche, durant la même période, le volume de l'activité sur les marchés intérieurs a un peu moins que triplé aux États-Unis et en France, n'a que doublé au Japon et augmenté de moins de 50 % au Canada (graphique 2). Les

Graphique 2

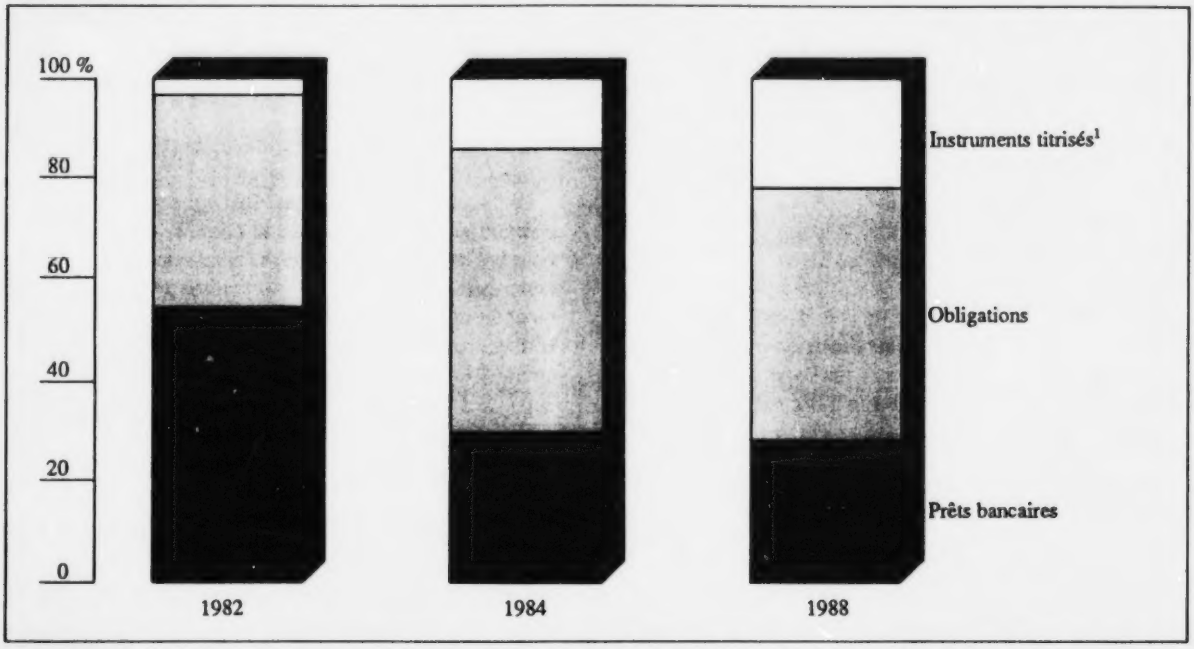
Croissance des émissions d'obligations dans quatre pays de l'OCDE et sur les marchés internationaux, 1980-1988



SOURCE Estimations du Conseil économique du Canada, d'après des données de l'Organisation de coopération et de développement économiques et de la Banque du Canada.

Graphique 3

Répartition des capitaux mobilisés sur les marchés internationaux, selon la catégorie d'instrument, 1982, 1984 et 1988



1 Facilités d'émission d'effets, euro-papier commercial, autres titres d'emprunt et actions émises simultanément dans plusieurs pays.
SOURCE D'après Organisation de coopération et de développement économiques, *Tendances des marchés des capitaux*, divers numéros.

marchés internationaux ont connu un certain ralentissement en 1987 à cause de la turbulence du marché des valeurs obligataires et mobilières, mais l'activité a repris depuis.

En même temps qu'augmentait le volume des capitaux réunis sur les marchés internationaux, l'utilisation des prêts bancaires traditionnels diminuait nettement en faveur de formes d'emprunts « titrisés », comme les obligations, les billets à ordre et le papier à court terme (graphique 3). Les banques ont aujourd'hui recours de plus en plus aux commissions et de moins en moins à l'écart entre les taux d'emprunt et de prêt comme sources de revenus, et elles sont devenues de plus en plus actives dans le commerce des valeurs.

Les émissions internationales

En 1970, 126 émissions d'obligations internationales – c'est-à-dire d'émissions vendues simultanément dans deux pays ou plus – ont été mises en circulation par 104 entreprises. En 1988, les chiffres étaient passés à plus de 1 500 émissions par un peu moins de 700 entreprises.

Le volume d'actions étrangères transigées a aussi connu une croissance rapide sur les places boursières du monde. À Tokyo, en particulier, il a augmenté de façon fulgurante, passant de 35 millions de dollars US en 1980 à 391 millions en 1984, pour atteindre plus de 24 milliards en 1987.

La pénétration des marchés intérieurs

Il n'y a pas tellement longtemps encore, de nombreuses banques et autres institutions faisaient exécuter leurs transactions financières internationales par des institutions étrangères avec lesquelles elles avaient conclu des ententes spéciales. On transférait alors les fonds par courrier ou par télex. Depuis quelque temps, cependant, les institutions financières ont tendance à s'installer concrètement dans les pays où elles transigent une partie importante de leurs affaires.

En 1960, par exemple, on dénombrait au Royaume-Uni 51 banques étrangères qui représentaient plus de 6 % de l'actif bancaire total. D'après les statistiques les plus récentes, les banques étrangères établies dans ce pays, dont

le nombre était passé à 368 en 1987, regroupaient 62 % du total des actifs. En 1987, l'une des plus importantes institutions des États-Unis, la Citibank, était présente dans 90 pays. Quant aux banques canadiennes, elles sont maintenant installées dans plus de 50 pays, tandis qu'on dénombre au Canada 57 filiales de banques étrangères. Les compagnies canadiennes d'assurance-vie ont d'importantes activités à l'étranger, et plus de la moitié des compagnies d'assurance-vie qui opèrent au Canada sont des institutions étrangères.

La diversification des devises utilisées

En 1981, 81 % des émissions obligataires internationales ont été faites en dollars US, contre 41 % seulement en 1988. Au cours de la même période, la part du yen japonais est passée de 1 à 9 %. L'usage des diverses devises connaît cependant certaines fluctuations. L'évolution de la conjoncture rend certaines devises plus intéressantes, d'autres moins. Par exemple, depuis peu, le dollar canadien connaît un regain de popularité. Alors que sa part du marché obligataire international n'avait que rarement dépassé 4 % avant 1987, elle est montée à plus de 7 % en 1988. Ce qui importe, dans tout cela – et qui est très révélateur de la mondialisation –, c'est que les prêteurs et les emprunteurs soient disposés à recourir à la devise qui est la plus avantageuse pour eux.

La montée des centres financiers

Une autre caractéristique importante du phénomène de mondialisation est la concentration de l'activité financière dans trois grands centres internationaux – Londres, New York et Tokyo –, qui sont devenus les centres de commandement et de décision de la finance mondiale. Du fait que ces centres sont séparés par plusieurs fuseaux horaires, il est possible, grâce à l'électronique, d'effectuer de nombreux types de transactions sans interruption, 24 heures sur 24. Par exemple, plusieurs institutions transmettent d'un centre à l'autre leur « position » (ou le « livre »). Cette pratique, encore principalement limitée aux obligations du Trésor américain, permet aux arbitragistes de Tokyo, compte tenu de certaines limites, de transiger à même l'inventaire des valeurs à la fermeture à New York. À la fin de la séance de leur journée, ils « passent » leur position de clôture à leurs collègues de Londres.

Ses avantages

La mondialisation des marchés financiers répond aux besoins des emprunteurs et des investisseurs. Pour les emprunteurs – entreprises ou gouvernements –, c'est la recherche de l'argent le moins cher et l'élargissement de l'assiette d'emprunt qui priment. Pour les épargnants et les gestionnaires de portefeuille, ce sont les meilleures occasions d'investissement et une plus grande diversification des portefeuilles. Toutes ces considérations ne sont pas non plus étrangères à l'optique plus planétaire que les institutions financières ont adoptée dans la conduite de leurs opérations.

Les avantages de la mondialisation peuvent être impressionnants pour les institutions financières. La libéralisation de la circulation internationale des capitaux offre de nouvelles possibilités à celles qui ont l'esprit d'entreprise et leur permet de diversifier leurs services et de prendre de l'expansion sur les marchés étrangers. Une fois établies à l'étranger, par l'entremise de succursales ou de filiales, elles auront plus facilement et plus rapidement accès à l'information qui leur permettra de mieux saisir les occasions qui se présentent et gérer leurs risques.

Bien entendu, les avantages sont plus importants pour certains que pour d'autres. Les grandes entreprises et les gouvernements peuvent exploiter directement ces possibilités, mais les particuliers ou les petites compagnies qui peuvent le faire, à supposer qu'il y en ait, sont actuellement très peu nombreux. Du reste, des sondages effectués au Royaume-Uni et aux États-Unis indiquent que les petites et moyennes entreprises pourraient même avoir perdu certains avantages à la suite de la mondialisation et de l'innovation financière. Comme les banques, à cause de l'intensification de la concurrence, ont dû faire preuve d'une plus grande rigueur dans l'établissement des prix des divers services qu'elles offrent, certains coûts ont augmenté pour les petites et moyennes entreprises, qui par le passé ont pu bénéficier de l'interfinancement des services bancaires. À cet égard, une des tâches qui incombent au gouvernement est de déterminer si les avantages que comporte l'internationalisation pour les grandes entreprises pourraient, à un coût raisonnable, être rendus accessibles également aux petites et moyennes entreprises.

La mondialisation de l'économie promet une meilleure répartition de l'épargne et de l'investissement. L'abolition graduelle des barrières facilitera la circulation de l'épargne entre les pays qui ont un excédent de capitaux et ceux où il y a pénurie. Autrement dit, les capitaux seront placés où ils donneront le rendement le plus élevé compte tenu de facteurs de risques comme les fluctuations des taux de change et les écarts entre les taux d'intérêt.

Ses risques

Il est rare qu'une augmentation d'avantages ne soit assortie d'un coût quelconque, ce coût pouvant se traduire, sur les

marchés financiers, par des risques institutionnels et systémiques. Et les changements qui se sont produits récemment ont bel et bien modifié la nature des risques, autant pour les institutions que pour le système financier dans son ensemble.

En prenant de l'expansion sur les marchés étrangers, les institutions financières ont fait connaissance avec des risques différents de ceux auxquels elles étaient habituées sur les marchés intérieurs et qui étaient surtout liés à la solvabilité des emprunteurs et aux fluctuations des taux d'intérêt. Elles sont maintenant plus vulnérables aux effets éventuels de la situation politique, législative ou économique du pays hôte sur leurs activités. À l'étranger, elles doivent souvent s'en remettre davantage au financement provenant d'importants dépôts institutionnels, qui ont tendance à être plutôt instables, car elles ne peuvent normalement pas compter, comme dans leur pays d'origine, sur les dépôts plus stables du grand public. Par conséquent, elles sont plus exposées à un risque de perte de dépôts à l'étranger que chez elles. En outre, étant donné qu'elles doivent transiger davantage en devises étrangères, elles sont vulnérables aux fluctuations des taux de change.

Dans l'ensemble, l'internationalisation des marchés a rendu le système financier moins transparent, puisqu'il est difficile de suivre et de surveiller les flux internationaux ou d'obtenir des renseignements sur les parties qui engagent ces transactions. Qui plus est, à cause de l'intégration grandissante des marchés financiers, les effets d'une perturbation d'origine locale se font sentir presque instantanément dans le monde entier. C'est également ce qui a accentué les répercussions de la crise d'endettement du Tiers-Monde, qui a atteint une telle ampleur vers le milieu des années 80 que le système financier en entier aurait été en péril si un des principaux pays débiteurs s'était avéré incapable d'effectuer ses paiements. Ce danger a diminué ces dernières années, car les institutions financières se sont constitué d'importantes réserves pour se protéger – et, par conséquent, protéger le système dont elles font partie – contre une telle éventualité.

Son incidence sur la politique macro-économique

Dans le présent rapport, nous nous intéressons avant tout au fonctionnement des institutions et des marchés financiers, nous limitant à ces aspects micro-économiques. Nous savons pertinemment que l'internationalisation a d'autres conséquences importantes, notamment en ce qui concerne la politique macro-économique. Nous avons abordé ces questions dans d'autres rapports et il ne fait aucun doute que nous y reviendrons dans des publications futures. C'est pourquoi nous nous contentons ici de les évoquer brièvement.

Premièrement, en ce qui concerne la politique budgétaire, beaucoup craignent que l'internationalisation n'ait encouragé un certain manque de rigueur dans l'équilibrage des dépenses et des recettes publiques. Quand le financement des déficits publics dépendait essentiellement de la disponibilité des capitaux sur les marchés intérieurs, les gouvernements n'avaient pas de déficits aussi importants qu'aujourd'hui. Mais depuis quelque temps, ils peuvent trouver plus facilement des capitaux sur les marchés internationaux. Par ailleurs, quand ils empruntent sur le marché national, ils n'ont plus à s'inquiéter comme avant de priver de capitaux les emprunteurs du secteur privé, car ceux-ci ont dorénavant eux aussi plus facilement accès aux sources étrangères.

En effet, comme les déficits accrus n'ont encore provoqué ni de nouvelles tensions inflationnistes, ni des taux d'intérêt comparables à ceux enregistrés à la fin des années 70, ni une récession, certains ont tendance à croire que le monde peut maintenant s'accommoder de déséquilibres plus grands qu'avant l'ère de l'internationalisation accélérée. Mais même si cela était, il ne faudrait pas pour autant verser dans l'insouciance. Au contraire, une fois que les nouvelles possibilités découlant de l'accès élargi aux sources de capitaux étrangères auront été épuisées, il faudra faire face à la réalité. Les déséquilibres budgétaires feront alors inévitablement sentir leurs effets et, étant donné qu'ils seront encore plus marqués qu'ils ne l'auraient été autrement, les ajustements nécessaires seront forcément plus importants.

Deuxièmement, en ce qui concerne la politique monétaire, l'internationalisation fait que les investisseurs sont de plus en plus indifférents aux devises (dollar US, yen, deutsche mark, franc suisse ou autres) dans lesquelles ils détiennent leurs actifs. Du même coup, ces actifs deviennent de plus en plus substituables, et les capitaux circulent plus facilement d'un pays à l'autre, au gré des écarts de taux d'intérêt, même minimes. Ces écarts ont ainsi rétréci et il est devenu par conséquent de plus en plus difficile de conduire une politique monétaire au moyen des taux d'intérêt. En fait, l'impact de la politique monétaire, à court terme, se fait surtout sentir par les fluctuations des taux de change. Au Canada, l'incidence de la mondialisation sur la conduite de la politique monétaire est relativement faible, pour la simple raison que le pays a toujours été ouvert aux flux de capitaux internationaux et que les actifs financiers canadiens et américains ont toujours été très interchangeables. Pour d'autres pays, par contre, l'impact est plus important. Et la perte de ce levier de la politique économique dans certains d'entre eux accentue l'urgence des efforts de coopération

et accroît la responsabilité des pays du Groupe des Sept (États-Unis, Japon, Allemagne de l'Ouest, Royaume-Uni, France, Italie et Canada).

L'internationalisation des marchés financiers pourrait également se répercuter sur l'économie dans son ensemble et sur la politique macro-économique d'une troisième manière, qui demeure encore mal comprise à l'heure actuelle. Ainsi, les marchés financiers et les institutions financières comptant de plus en plus dans les décisions qui déterminent l'affectation des ressources, certains craignent que la dimension et le pouvoir des institutions financières n'accroissent leur influence sur les décisions économiques et politiques. Cette inquiétude est d'autant plus vive que les systèmes financiers deviennent de moins en moins transparents et qu'il devient par conséquent infiniment plus difficile d'évaluer l'ampleur de cette influence et de bien comprendre les facteurs qui sont à l'origine des interventions des banques centrales sur les marchés financiers, ainsi que les conséquences de ces interventions.

L'innovation

Au cours de la dernière décennie, une vaste gamme de nouveaux instruments, dont la plupart ont été créés aux États-Unis, ont fait leur apparition sur les marchés internationaux. Ces produits doivent leur existence à leur utilité dans le nouvel environnement financier. Ils donnent accès à de nouvelles sources de capitaux, permettent de mieux gérer les risques et offrent une nouvelle polyvalence aux emprunteurs, aux investisseurs et aux institutions.

Trois catégories d'instruments

Pour les besoins de l'analyse, on peut regrouper les nouveaux instruments en trois grandes catégories, selon leur principale fonction (même si, dans les faits, certains instruments remplissent plus d'une fonction) :

- instruments d'élargissement du marché;
- instruments de gestion des risques; et
- swaps.

Les instruments d'élargissement du marché

Ces instruments – qui augmentent la liquidité et la largeur des marchés en attirant de nouveaux emprunteurs et investisseurs (comme les caisses de retraite et les compagnies d'assurance-vie) – comprennent les facilités d'émission d'effets, l'euro-papier commercial, les effets à taux variable et les créances converties en valeurs mobilières, ou « titrisées ».

Créées en 1981, les facilités d'émission d'effets (FEE) ont connu un certain succès au milieu des années 80 parce qu'elles répondaient aux besoins des prêteurs et des emprunteurs. Elles permettaient aux banques dont la cote de crédit avait baissé de conserver des liens précieux avec les grandes entreprises. Les entreprises émettrices, quant à elles, n'avaient pas à s'inquiéter d'un échec éventuel de leur émission, qui aurait risqué de les priver des capitaux dont elles avaient besoin.

En 1985, le volume total des FEE avait atteint 34 milliards de dollars US, soit 12 % de la totalité des capitaux réunis sur les marchés internationaux (tableau 1), mais depuis, la conjoncture a changé. On a resserré la réglementation pour obliger les banques à maintenir des réserves à l'égard de ces engagements. C'est pourquoi les FEE ont perdu leur popularité et ne constituent plus maintenant qu'un instrument secondaire de mobilisation de fonds. L'euro-papier commercial les a remplacées dans une large mesure.

En 1988, les émissions d'euro-papier commercial (EPC) – modelé sur le papier commercial créé aux États-Unis – se chiffraient à 57 milliards de dollars US, soit plus de quatre fois la valeur des emprunts par FEE.

Les effets à taux variable (ETV), qui doivent leur popularité à la flambée et à l'instabilité des taux d'intérêt des années 70, ont atteint un sommet de 59 milliards de dollars US en 1985. Le marché des ETV perpétuels – émis principalement par les banques et les entreprises, sans date de rachat fixe – s'est effondré à la fin de 1986 à cause du manque d'acheteurs et d'intermédiaires financiers disposés à soutenir un marché à même leur propre portefeuille. Le marché des ETV à échéance fixe – de cinq à sept ans – s'est profondément ressenti des contrecoups. C'est pourquoi les émissions ETV ont marqué un très net ralentissement.

Le recours croissant aux créances titrisées – prêts regroupés dans un fonds créé à cet effet – est une autre innovation très importante. Premiers titres de ce genre offerts sur le marché, les titres hypothécaires, grâce à l'aide du gouvernement américain, ont fait leur apparition en 1970 et sont vite devenus populaires. En 1987, 30 % des hypothèques résidentielles en cours aux États-Unis étaient titrisées (voir l'encadré à la page 10).

Tableau 1

Volume de facilités d'émission d'effets, d'euro-papier commercial et d'effets à taux variable, 1982-1988

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
				En milliards de dollars US			
Montants							
Facilités d'émission d'effets	2,7	3,5	17,4	24,4	24,8	29,0	13,2
Euro-papier commercial	–	–	–	12,6	59,0	55,8	57,3
Effets à taux variable	15,3	19,5	38,2	58,7	54,2	13,0	21,9
Total	18,0	23,0	55,6	105,7	138,0	97,8	92,4
En proportion de l'ensemble des capitaux recueillis sur les marchés internationaux				En pourcentage			
Facilités d'émission d'effets	1,5	2,3	8,8	12,3	6,4	7,4	2,9
Euro-papier commercial	–	–	–	4,5	15,3	14,3	12,7
Effets à taux variable	8,5	12,7	19,3	20,9	14,1	3,3	4,9
Total	10,0	15,0	28,1	37,7	35,8	25,0	20,5

SOURCE Organisation de coopération et de développement économiques, *Tendances des marchés des capitaux*, divers numéros.

Titres hypothécaires

Il existe sur le marché trois grands types de titres hypothécaires : les rétrocessions hypothécaires, les obligations de fonds d'hypothèques et les obligations garanties par hypothèques. Leurs différences résident essentiellement dans les modalités de remboursement des intérêts et du capital aux détenteurs.

Les *rétrocessions hypothécaires* regroupent des hypothèques résidentielles en un fonds qui, fractionné en unités, est ensuite vendu aux investisseurs sous forme de certificats de participation. À mesure que le fonds reçoit des emprunteurs, par l'intermédiaire de la société de prêts hypothécaires, les paiements mensuels d'intérêt et de remboursement du capital, ceux-ci sont redistribués aux détenteurs de certificats, au prorata de leur participation dans le fonds. Comme l'investisseur détient une participation directe dans le fonds, il doit assumer le risque d'un remboursement anticipé de l'hypothèque et, par conséquent, fait face à certaines incertitudes quant à ses revenus futurs.

Les *obligations de fonds d'hypothèques* ajoutent plus de certitude aux revenus prévus en créant quatre catégories de titres, qui sont assorties d'échéances différentes. Le flux de l'encaisse du fonds sert d'abord à payer les intérêts aux trois premières catégories (A, B et C), puis à rembourser le capital de la catégorie A jusqu'à l'amortissement total de la dette, et ainsi de suite jusqu'à l'amortissement du montant dû à chaque catégorie. La quatrième catégorie (Z) ne reçoit aucun paiement, même si les intérêts s'accumulent. Lorsque les obligations de toutes les catégories précédentes ont été remboursées, les détenteurs de certificats de la catégorie Z reçoivent les intérêts accumulés, et ensuite le capital.

Les *obligations garanties par hypothèques*, émises par la société de prêts hypothécaires, sont des obligations nanties par hypothèque. Le portefeuille hypothécaire demeure entre les mains du créancier hypothécaire, et le paiement des intérêts et le remboursement du capital sont séparés du flux de l'encaisse généré par les hypothèques du fonds.

Parmi les créances ainsi converties en valeurs mobilières, on trouve les prêts pour achat d'automobile, les soldes de carte de crédit et les prêts commerciaux. Depuis 1985, les prêts aux petites entreprises garantis par la *Small Business Administration* (SBA) – organisme du gouvernement américain – sont regroupés dans des fonds dont la valeur est passée de 84 à 637 millions de dollars US entre 1985 et 1987. À la fin de 1987, la moitié des prêts aux petites entreprises

garantis par la SBA était regroupée dans des fonds de ce genre.

Le regroupement (ou « titrisation ») des prêts est avantageux pour les institutions financières, les investisseurs et les emprunteurs, ainsi que pour l'économie en général. En transférant une partie des créances de leur bilan dans des fonds de créances converties en valeurs mobilières, les institutions financières peuvent libérer des capitaux et ainsi augmenter leurs activités de prêts. Grâce à la titrisation, elles peuvent se spécialiser dans des domaines où elles jouissent d'un avantage comparatif, comme l'octroi ou la surveillance de prêts, la détention de prêts dans leur portefeuille ou le regroupement de prêts et la vente de certificats de participation dans les fonds de créances. La titrisation facilite en outre la diversification des portefeuilles et la gestion des risques; elle stimule la compétitivité de certaines institutions et en favorise l'expansion. Au Canada, appliquée aux prêts hypothécaires, elle a permis à des sociétés de fiducie plus petites et régionales de devenir actives dans l'octroi et la surveillance des prêts sans avoir à les conserver dans leur portefeuille.

Pour les investisseurs, la titrisation élargit l'éventail des véhicules de placement. Elle leur fournit un actif plus liquide que le prêt d'origine. À mesure que se développe un marché secondaire des créances titrisées, les investisseurs peuvent transiger les parts qu'ils détiennent dans les fonds et ainsi ajuster plus facilement leur portefeuille à la conjoncture économique et financière.

Pour les emprunteurs, la titrisation augmente les fonds disponibles et abaisse le coût du financement. Les quelques statistiques disponibles – encore rares à cause de la nouveauté de cette catégorie d'instruments – montrent qu'aux États-Unis, les petites entreprises ayant un prêt garanti par la SBA et dont la dette a été titrisée ont bénéficié dans certaines régions de taux d'intérêt moins élevés et d'échéances plus longues que les autres emprunteurs de la SBA. Ces avantages sont liés à la plus grande liquidité de l'instrument dont profitent les emprunteurs, et non à une quelconque garantie de l'État. De même, au Canada, le retour récent des hypothèques à échéance plus longue peut être attribué en partie à la titrisation des prêts hypothécaires.

Pour l'économie en général, la titrisation améliore l'efficacité des marchés financiers et augmente les capitaux disponibles dans les régions périphériques, particulièrement celles qui sont desservies par des institutions locales ou régionales. Aux États-Unis, la titrisation des prêts hypothécaires a contribué à la création d'un marché hypothécaire national intégré et à atténuer les disparités régionales en ce qui concerne la disponibilité des capitaux.

Les instruments de gestion des risques

Ces instruments, qui comprennent les contrats financiers à terme, les contrats à terme normalisés (« *futures* ») et les options, remontent au milieu du XIX^{e} siècle, alors que les options et les contrats à terme sur les denrées faisaient leur apparition à Chicago pour protéger les marchands contre les fluctuations des prix des grains et d'autres récoltes. Les contrats à terme normalisés sur devises sont apparus en 1972, soit un an après que l'abandon des Accords de Bretton Woods eut inauguré une période d'instabilité accrue des taux de change. Les options sur devises ont fait leur apparition en 1978 aux Pays-Bas, pour se répandre ensuite aux États-Unis et ailleurs au cours des années 80. Les contrats à terme normalisés sur taux d'intérêt sont apparus en 1975. La croissance de ces instruments a été très rapide, malgré un repli après le krach boursier d'octobre 1987 (graphique 4).

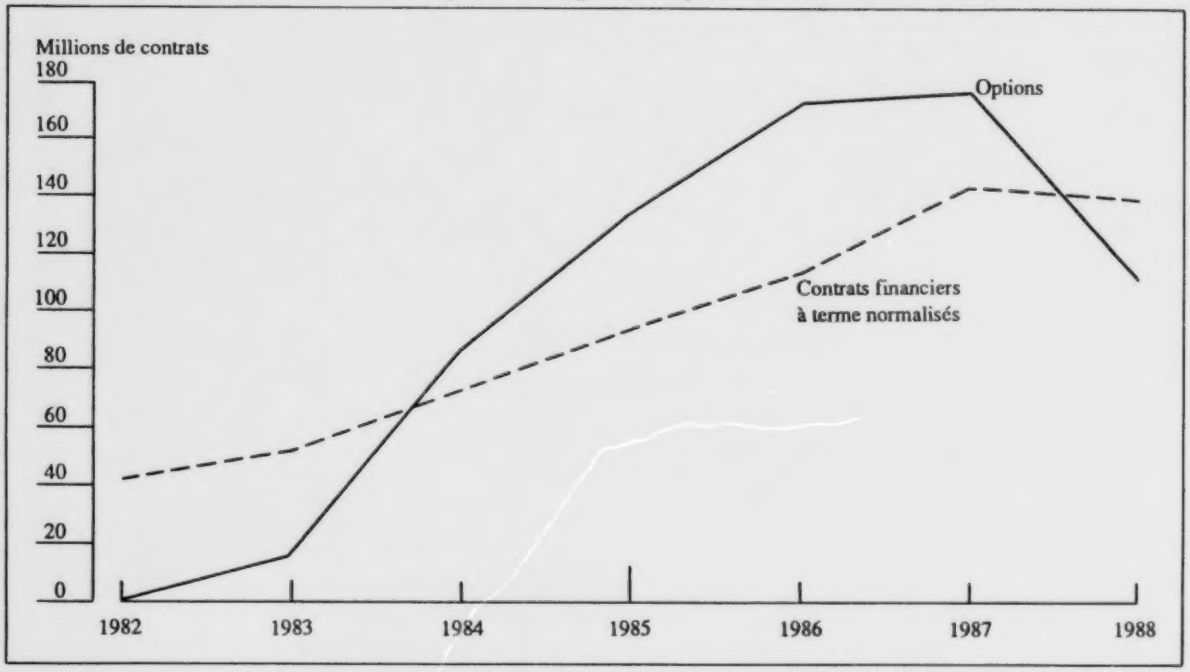
Les contrats financiers à terme, les contrats à terme normalisés et les options permettent aux institutions, aux emprunteurs et aux investisseurs de mieux gérer leurs risques (voir l'encadré à la page 13). Certains veulent se protéger et recherchent donc une couverture; d'autres, qui spéculent, essaient de profiter d'une fluctuation incertaine des prix. Dans chaque cas, ces instruments permettent aux intervenants du marché d'assumer le degré de risque qu'ils sont capables et désireux de supporter.

Les swaps

Les swaps sont des instruments d'arbitrage, c'est-à-dire des instruments qui permettent aux intervenants d'utiliser les écarts de prix entre les marchés dans le but de faire des profits ou de diminuer leurs coûts (voir l'encadré à la page 14). Les swaps diminuent le coût de financement pour les emprunteurs en rompant le lien qui existe entre, d'une part, la forme et le lieu de l'emprunt et, d'autre part, la forme dans laquelle les fonds doivent être obtenus. Ainsi, l'emprunteur qui a besoin de dollars canadiens et veut faire des paiements d'intérêt fixes n'est plus obligé d'emprunter des dollars canadiens pendant une période fixe. Il peut emprunter des yens à un taux variable, puis échanger ensuite sa position contre un passif en dollars canadiens à taux fixe, si toute l'opération, y compris les frais qu'entraînent les divers swaps, lui coûte moins cher qu'un prêt à terme en dollars canadiens. Les swaps ouvrent donc de nouveaux marchés à tout un éventail d'emprunteurs, qui peuvent ainsi aller chercher les sources de capitaux les moins coûteuses et

Graphique 4

Contrats financiers à terme normalisés et options transigés sur les places boursières américaines, 1982-1988



SOURCE Données de la Futures Industry Association, *Volume of Futures Trading*; de la Chicago Board of Exchange, *Annual Market Statistics*; et de la Bourse de Philadelphie.

obtenir les capitaux en question dans la devise et au taux d'intérêt qui répondent le mieux à leurs besoins.

En dissociant la forme et le lieu de l'emprunt de la forme dans laquelle les fonds sont requis, les swaps ont révolutionné le monde de la finance. En fait, aucun autre instrument ne peut jouer le même rôle. Par exemple, un emprunteur qui a besoin de dollars canadiens pourrait emprunter des yens puis, en ayant recours aux options ou aux contrats à terme normalisés, se protéger contre le risque de change, mais ce genre de couverture ne vaudrait que pour une période plus courte que celle permise par un swap. Ce qui est plus important, c'est que le recours à des options ou à des contrats à terme normalisés ne fait que transférer le risque de position (ou de variation de prix) à quelqu'un d'autre qu'il faut payer pour assumer le risque en question. Dans un swap, par contre, comme chaque partie se retrouve dans la position qu'elle recherche en obtenant le financement (ou le placement) au taux d'intérêt et dans les devises voulus, il n'est plus nécessaire de payer quelqu'un pour assumer les risques. Voilà pourquoi tous les intéressés y gagnent. C'est pourquoi on peut dire que l'avènement des swaps est presque aussi important que le développement de l'intermédiation financière elle-même, qui a rompu le lien étroit entre l'épargne et l'investissement.

Les quelques données disponibles confirment l'importance des swaps. On estime ainsi qu'en 1986, 80 % des émissions d'obligations libellées en yens, 95 % des émissions en dollars australiens et 90 % des émissions en dollars néo-zélandais ont fait l'objet de swaps. Les marchés des swaps de taux d'intérêt et de devises, qui étaient pratiquement inexistants en 1980, dépassaient probablement 889 milliards et 219 milliards de dollars respectivement à la fin de 1987. Les engagements en swaps des banques américaines ont plus que quadruplé entre décembre 1985 et septembre 1987.

Les risques

Si les nouveaux instruments et les nouvelles pratiques comportent de nombreux avantages, ils sont aussi assortis de risques nouveaux que les institutions financières doivent gérer et les organismes de réglementation, comprendre. La multiplication des nouveaux instruments nécessite une mise

Contrats à terme, contrats à terme normalisés (« *futures* ») et options

Un *contrat à terme* est un accord passé entre deux parties qui conviennent d'échanger une quantité et un type précis d'une marchandise ou d'un instrument financier à une date future et à un prix prédéterminé. Les contrats à terme sur devises obligent les parties à acheter ou à vendre une devise à un taux de change établi le jour de la signature du contrat et dont la livraison est prévue à une date future spécifiée. Le taux de change convenu est fondé sur la différence entre les taux d'intérêt en vigueur dans les deux devises échangées et la date d'échéance du contrat. Le taux comprend la commission de l'institution financière, car aucune prime n'est payée à l'avance. Il s'agit d'une transaction de gré à gré entre une institution financière – habituellement une banque ou un courtier – et son client. Le montant et la date d'échéance du contrat sont établis en fonction des besoins spécifiques du client. Les contrats à terme simples ne permettent pas aux clients de bénéficier de fluctuations favorables des prix ou de résilier le contrat avant la date d'échéance prévue.

Les contrats à terme peuvent aussi porter sur la livraison d'une obligation ou d'une lettre de change à un prix prédéterminé et offrir ainsi une protection contre le risque lié aux fluctuations des taux d'intérêt. Le *contrat à terme sur taux d'intérêt* (CTTI) est une variante populaire des contrats à terme en vertu de laquelle les deux parties – habituellement une banque et son client – fixent un taux d'intérêt sur un montant hypothétique de capital pour une date future pré-établie. Si les taux sont plus élevés à l'échéance, la banque paie au client la différence, multipliée par le montant hypothétique. S'ils sont plus bas, c'est le client qui paie la banque. Les contrats à terme et les CTTI sont des instruments rigides, parce que la livraison doit se faire à la date pré-établie et parce qu'il n'existe aucun moyen de résilier ou d'inverser le contrat avant l'échéance.

Le *contrat à terme normalisé* (« *future* ») confère le droit et l'obligation d'acheter une marchandise précise à une date fixe et à un prix pré-établi. Il vient à échéance à des dates de livraison normalisées et est établi à des montants standardisés. Le prix des contrats à terme normalisés est dérivé du prix de la marchandise concernée, auquel s'ajoutent des frais de crédit. Même si certains contrats s'échangent de gré à gré, ceux qui connaissent le plus de succès se transigent dans des bourses organisées.

Les contrats à terme normalisés sur devise sont des contrats de livraison d'une devise étrangère, comme le yen japonais ou la livre britannique; les contrats à terme normalisés sur indice boursier sont des contrats basés sur la livraison d'un panier d'actions comme le Composite 500 de Standard & Poor et l'indice composé de la Bourse de New York. Les contrats à terme normalisés sur taux d'intérêt portent sur une obligation à long terme, une lettre de change à court terme, un certificat de dépôt ou une rétrocession hypothécaire. Beaucoup de ces contrats sont basés sur un règlement en espèces et non sur la livraison réelle de l'actif visé. Il arrive souvent que cet actif n'ait pas d'existence physique ou légale, comme c'est le cas des indices boursiers. De plus, il est rare que le détenteur d'un contrat à terme normalisé maintienne sa position jusqu'à la date d'expiration. Il vend souvent son contrat ou s'en dégage en passant un contrat opposé. Les parties au contrat ne versent qu'une « marge de bonne foi » minime puisque, techniquement, le contrat ne doit être réglé qu'à la date d'expiration et, chaque jour d'affaires, il y a paiement de la « marge » en vertu de laquelle le vendeur (le souscripteur) du contrat paie à l'acheteur le montant de la plus-value, et vice-versa si le prix du contrat a baissé.

L'*option* est un contrat qui confère à son détenteur le droit, mais non l'obligation, d'acheter ou de vendre une marchandise ou un titre. L'option d'achat est un contrat qui donne à son détenteur (l'acheteur de l'option) le droit, mais non l'obligation, d'acheter un actif à un prix spécifié (le prix d'exercice) à la date d'expiration seulement (option « européenne ») ou à la date d'expiration ou avant celle-ci (option « américaine »). L'option de vente est un contrat qui donne à son détenteur le droit, mais non l'obligation, de vendre un actif à un prix spécifié. L'acheteur de l'option paie au vendeur de celle-ci une prime pour acheter le droit. Si, avant la date d'expiration, le prix réel de l'élément d'actif grimpe à un niveau plus élevé que le prix spécifié dans l'option, le détenteur de l'option d'achat peut exercer son droit d'acheter l'actif au prix spécifié, qui est alors inférieur au prix du marché. Si le prix du marché ne dépasse pas le prix d'exercice, le détenteur de l'option d'achat n'exerce pas son droit d'option et sa perte est limitée à la prime payée. L'option d'achat (ou de vente) permet à son détenteur de bénéficier d'un prix garanti maximum (ou minimum) auquel il peut acheter (ou vendre) un actif, et constitue ainsi une protection contre une hausse (ou une chute) des prix. Les options sont transigées en bourse ou de gré à gré. Les options d'achat ou de vente portent sur des actions, des contrats à terme normalisés sur indices boursiers, sur devises et sur taux d'intérêt. Les options sur taux d'intérêt fixent un taux d'intérêt sur un montant hypothétique. Autrement dit, le vendeur d'une option d'achat sur taux d'intérêt s'engage hypothétiquement à prêter à l'acheteur un montant hypothétique spécifié à un taux d'intérêt précis, avant la date d'expiration de l'option et à la demande du détenteur de celle-ci.

à jour constante des compétences et des méthodes de gestion pour en comprendre les dangers, mais certaines institutions ne révisent tout simplement pas leur système de contrôle interne assez rapidement pour le faire. Par exemple, de nombreuses transactions de gré à gré sur des contrats à terme normalisés ou des options donnent lieu à une prise de position sans mouvement de fonds ou de titres : deux parties conviennent de transiger – ou de transiger éventuellement – à une date et à un prix précis. Ces ententes sont en général conclues par téléphone et il arrive souvent que les

Swaps

La technique du swap est très répandue. En Amérique du Nord, beaucoup de jeunes échangent des cartes représentant leurs joueurs de hockey ou de baseball préférés. Lorsqu'ils sont à la recherche d'une carte en particulier, ils ne vérifient pas toutes les boîtes de céréales où l'on trouve des cartes, mais se contentent d'acheter la première qui leur tombe sous la main et échangent ensuite la carte qu'elle contient avec quelqu'un qui possède la carte désirée.

Les swaps de taux d'intérêts et de devises fonctionnent un peu de la même façon. Un emprunteur ou un prêteur qui désire un élement d'actif ou de passif assorti d'une structure particulière de taux d'intérêt (taux fixe ou variable, par exemple) dans une devise donnée conclut le meilleur marché possible, puis il échange les paiements sur sa dette ou sur son placement avec un autre emprunteur ou prêteur. Par exemple, une société qui a obtenu un prêt à taux fixe peut assumer les paiements sur un prêt à taux flottant contracté par une autre société, alors que cette dernière prend la responsabilité des paiements sur le prêt à taux fixe. Tout comme il se peut que le jeune amateur de hockey ou de baseball doive effectuer plusieurs échanges pour obtenir la carte de son idole, il se peut aussi que l'investisseur ou l'emprunteur doive effectuer une série de swaps pour obtenir toutes les caractéristiques qu'il désire sur le plan des devises et des taux d'intérêt. C'est là qu'interviennent les institutions financières, qui font les arrangements nécessaires à la conclusion d'un marché entre les deux parties, ou qui agissent elles-mêmes comme principal intéressé.

Il se présente des occasions de swap lorsqu'une catégorie d'emprunteurs ou d'investisseurs a plus facilement accès qu'une autre à une devise ou à un taux d'intérêt donnés. La plupart des swaps de devises sont liés à des emprunts à l'étranger, lorsqu'un emprunteur peut obtenir un meilleur marché dans une devise étrangère que dans celle de son pays. En faisant un swap avec sa propre devise, l'emprunteur évite le risque lié au taux de change. Dans un swap de taux d'intérêt, les parties s'échangent pour ainsi dire les modalités des taux d'intérêt, habituellement un taux fixe contre un taux variable.

obligations des parties à la transaction ne durent que quelques heures. Les positions sont par la suite annulées par une opération inverse ou une obligation correspondante auprès d'une autre société. Et même si un arbitragiste ne garde une position vulnérable que pendant quelques minutes, c'est suffisant pour que les prix varient à son détriment et qu'il perde de l'argent. Aucune tierce partie ne garantit non plus que les intéressés respecteront leurs obligations. Par ailleurs, certains nouveaux produits comme les options et les contrats à terme normalisés encouragent les institutions financières à assumer davantage de risques dans l'espoir d'accroître leurs profits.

Ces risques deviennent d'autant plus importants que la transparence des transactions et des marchés financiers diminue. Les transactions exécutées à l'aide d'instruments traditionnels et à l'intérieur d'un pays se déroulent au su et au vu des instances de réglementation du pays en question. La plupart des transactions figurent aux livres, ce qui permet de les retracer et de les suivre avec précision. Cette transparence, toutefois, s'estompe de plus en plus, surtout à cause de la nature même des nouveaux instruments. Les méthodes comptables conventionnelles ne font pas apparaître les contrats à terme normalisés et les options au bilan des institutions financières parce qu'il s'agit d'engagements ou de garanties plutôt que d'éléments d'actif ou de passif au même titre que les obligations ou les actions. C'est uniquement lorsque des conditions spécifiques du contrat se réalisent – par exemple, l'insolvabilité d'une des deux parties ou l'incapacité d'une société émettrice de vendre ses titres de créance – que les institutions financières devront effectuer un paiement ou accorder du crédit. Souvent, l'information sur la nature et le volume de nombreuses transactions et sur les parties concernées n'est pas disponible. Il s'ensuit que le système fonctionne en grande partie sans contrôle ni surveillance.

À cause de cette diminution de la transparence, les organismes de réglementation et les agents économiques sont de moins en moins capables d'évaluer les risques assumés par les institutions financières. Or, étant donné la planétarisation des marchés, cette capacité d'évaluation est plus que jamais nécessaire, à la fois pour tirer profit des occasions qui se présentent et pour contenir les risques dans les limites du raisonnable.

* * * * *

En résumé, les caractéristiques inhérentes aux changements rapides et de grande ampleur associés à la mondialisation et aux innovations de la dernière décennie pourraient permettre d'importants gains d'efficacité. Ces possibilités existent au niveau macro-économique, où l'on peut s'attendre que des marchés plus libres assurent une affectation plus efficace des ressources. Elles existent aussi au niveau micro-économique, dans la mesure où une gamme élargie de produits et une concurrence internationale agressive permettent à certaines catégories d'usagers d'obtenir non seulement des prix intéressants, mais aussi les produits et les services qui répondent le mieux à leurs besoins particuliers.

Dans bien des cas, les utilisateurs de services financiers sont eux-mêmes des producteurs de biens et services et, en conséquence, leurs coûts de production se trouveraient réduits. Quant aux institutions qui produisent des services financiers, la latitude dont elles jouissent pour exercer leurs activités à l'échelle mondiale leur ouvre de nouveaux débouchés importants.

Pour obtenir ces résultats, il est toutefois essentiel que les agents économiques concernés et les organismes de réglementation affrontent directement les dangers que comportent les changements systémiques survenus dans le système financier mondial. Le Conseil a dégagé trois causes de préoccupation qui méritent la plus grande attention. Il y a d'abord la diminution de la transparence des transactions, qui complique la tâche de tous ceux qui sont soucieux de la stabilité du système, c'est-à-dire les dirigeants des institutions ainsi que les organismes chargés du contrôle prudentiel. Ensuite, il faut tenir compte du risque croissant d'accidents financiers au niveau des institutions – qui est lié en partie peut-être à la diminution de la transparence –, mais autant, ou même plus, des risques accrus que les changements incitent les agents économiques à prendre. Enfin, sur un plan plus général, on constate une augmentation du risque de contagion associé aux liens de plus en plus nombreux qui existent, aussi bien sur le plan international qu'à l'intérieur du secteur financier.

La coopération internationale : une nécessité

Pour que se concrétisent véritablement les nombreux avantages que promettent la mondialisation et l'innovation, et pour que les risques que nous venons de décrire soient maîtrisés, il faut que les pays coopèrent en vue d'assurer la stabilité et la compétitivité du nouvel espace financier mondial. Cette coopération s'impose à deux niveaux :

- l'harmonisation de la réglementation; et
- la supervision prudentielle des institutions financières.

L'harmonisation de la réglementation

Les différences actuelles entre les règlements que les gouvernements nationaux appliquent aux institutions financières entravent le fonctionnement efficace des marchés financiers. Ces différences nuisent à la libre concurrence mais elles empêchent aussi l'adoption de normes de solvabilité adéquates qui sont indispensables à la stabilité de l'ensemble du système.

Une plus grande compatibilité des réglementations nationales pourrait atténuer ces effets négatifs. Elle garantirait que les institutions d'un pays ne soient pas privilégiées sur leur marché intérieur par rapport à leurs concurrentes étrangères et que les critères de solvabilité d'un pays soient conformes à une norme minimale qui serait fixée par voie de négociations internationales. Sans cette harmonisation minimale, les institutions des pays qui appliquent les normes de réglementation prudentielle les moins élevées et les institutions qui peuvent investir avec le moins d'entraves seront avantagées par rapport à leurs concurrentes étrangères qui sont assujetties à des règlements plus stricts. Parce qu'elle pousse les gouvernements nationaux à rivaliser de mesures pour compenser les avantages concurrentiels dont jouissent les institutions du pays qui exerce le moins de contrôle, ce genre de situation présente le risque d'un relâchement général des normes de réglementation. Pour éviter cela, certaines caractéristiques de la réglementation – comme les normes relatives à la quantité minimale de fonds propres et aux ratios de solvabilité et de liquidité, à la diversification des actifs et à la gestion des risques – doivent se ressembler de très près dans tous les pays. D'autres aspects, par contre, comme les règles concernant les pouvoirs des institutions, peuvent demeurer différents d'un pays à l'autre sans entraver une concurrence loyale ni compromettre la solvabilité des institutions.

La coopération est loin d'être facile. Elle exige une entente non seulement sur les principes de base, mais aussi sur les aspects pratiques de la mise en œuvre. Et elle est d'autant plus difficile que l'encadrement législatif et institutionnel, la conjoncture et les objectifs économiques, et les niveaux de développement diffèrent d'un pays à l'autre.

À ce jour, les progrès ont été lents et inégaux. Par une coopération planifiée et délibérée, on a pu en arriver à un certain degré d'harmonisation. Les directives de la CEE axées sur l'unification du marché européen à la fin de 1992 en sont un exemple. Dans d'autres cas, la mondialisation des marchés a déclenché des actions unilatérales. Il y a ainsi des pays qui ont modifié leur réglementation parce qu'ils ne voulaient pas nuire à la compétitivité de leurs institutions par rapport à celles d'autres pays.

La supervision prudentielle

À défaut d'une harmonisation de la réglementation, une coopération entre les organismes de supervision des institutions financières pourrait réduire les risques d'accident financier. C'est dans le domaine de la supervision et de la réglementation des banques commerciales que la coopération, grâce aux efforts de la Banque des règlements internationaux

(BRI), a fait le plus de progrès. Le fait saillant de cette évolution est le Concordat de Bâle (adopté en 1975), qui porte sur la supervision prudentielle, c'est-à-dire sur la supervision des institutions dans le but de maintenir leur solvabilité et de protéger leurs clients. Le Concordat repose sur deux grands principes : aucune institution ne devrait échapper à la supervision; et la supervision devrait être adéquate partout où opèrent des institutions. Cette entente prévoit le partage de la responsabilité entre le pays hôte et le pays d'origine, selon la forme d'établissement (filiale, succursale ou entreprise conjointe) et le domaine d'intérêt (solvabilité, liquidité, position sur le marché des changes). Le Concordat réitère en outre le principe selon lequel, aux fins du contrôle prudentiel, les institutions financières et leurs filiales doivent consolider leurs états financiers à l'échelle mondiale.

Le deuxième effort majeur de coopération dans le domaine bancaire a été la conclusion par les grands pays industrialisés, en 1988, d'un accord qui impose aux banques « internationales » – c'est-à-dire celles qui exercent leurs activités sur les marchés mondiaux – des exigences normalisées concernant leur niveau de capitalisation. En 1992, les banques internationales des pays parties à l'accord devront maintenir un ratio minimal des fonds propres à l'actif, pondéré en fonction des risques, de 8 %. (Au moins la moitié des fonds propres devra être composée d'actions ordinaires et de réserves déclarées.) L'accord établit des pondérations du risque qui sont différentes selon les catégories d'actif – 0 % dans le cas des obligations des gouvernements centraux; 50 % dans le cas des hypothèques résidentielles, 100 % dans celui des prêts commerciaux, et ainsi de suite. Les pondérations sont calculées en fonction du risque de crédit, c'est-à-dire du risque qu'une contrepartie fasse défaut.

La Banque des règlements internationaux étudie présentement des façons de gérer un autre risque majeur auquel doivent faire face les banques sur les marchés internationaux – le risque de position – qui peut se présenter quand une institution emprunte à court terme mais prête à long terme ou quand ses éléments d'actif dans une devise en particulier sont plus faibles que ses éléments de passif dans la même devise.

Malgré la croissance spectaculaire de la titrisation ces dernières années, la coopération a progressé beaucoup plus lentement en ce qui concerne la surveillance des opérations des maisons de courtage que pour la supervision des banques. L'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) a été créée en 1973 pour favoriser la coopération entre les organismes d'encadrement du secteur en Amérique du Nord et en Amérique du Sud. Elle a été élargie et regroupe présentement les organismes de 45 pays, mais elle en est encore à ses premiers pas et n'a pas encore établi d'accord sur des questions critiques. Rien d'étonnant à cela si l'on considère qu'il a fallu 10 ans pour conclure le Concordat de Bâle. La coordination dans le domaine des valeurs mobilières se fait jusqu'à maintenant en grande partie par accords bilatéraux. À titre d'exemple, on peut citer le protocole d'entente entre la Bourse de Toronto et le *Securities and Investment Board* du Royaume-Uni sur l'échange d'information et sur la reconnaissance mutuelle de la supervision.

Sans une entente sur plusieurs questions cruciales comme le transfert d'information, le contrôle de la fraude, des transactions intéressées et des abus de situations de conflit d'intérêts, et les normes de capitalisation, le système financier mondial sera vulnérable aux accidents qui pourraient se produire dans le domaine des valeurs mobilières, et les emprunteurs et les bailleurs de fonds courront peut-être de plus grands risques dans leurs opérations internationales.

Des tendances irréversibles

Si la mondialisation des marchés s'accentue et que le recours aux nouveaux instruments continue de se répandre, le besoin de coopération internationale et d'adaptation des économies nationales deviendra encore plus urgent. Il est donc important de déterminer si ces tendances vont se maintenir. Une crise économique mondiale, par exemple, pourrait-elle faire reculer les forces de la planétarisation et de l'innovation financière ? On sait que l'effondrement boursier de 1929 et la grave crise économique qu'il a entraînée ont stoppé pour plusieurs décennies la circulation internationale des capitaux. Personne ne peut garantir que cela ne pourrait se reproduire, même si les circonstances qui ont prolongé cette interruption des transactions internationales – notamment la Seconde Guerre mondiale – étaient pour le moins exceptionnelles. De nos jours, une crise semblable à celle de 1929 susciterait plutôt un effort de coopération internationale. Du reste, l'un des objectifs importants de la coopération internationale ces derniers temps a été de mettre en place des mécanismes qui permettent de faire face à une crise de ce genre. C'est pourquoi nous doutons que la tendance à la planétarisation des marchés financiers puisse être renversée, même s'il se produisait une crise grave.

L'expérience récente le confirme. L'activité sur les marchés internationaux s'est figée à la suite du krach d'octobre 1987, mais elle a repris rapidement. Et même si certaines institutions ont pris un peu de recul à l'époque, beaucoup d'autres ont maintenu leur position sur le marché international.

Moins d'un an après le krach, le Japon a lancé son marché de contrats à terme normalisés sur indices boursiers.

Cette progression soutenue repose principalement sur la logique inéluctable de l'efficacité économique. La mondialisation et l'innovation ont en effet entraîné l'intensification de la concurrence, la spécialisation et l'apparition de nouveaux services. Les institutions ont la possibilité de se faire concurrence sur des marchés élargis et sont davantage en mesure de se spécialiser dans des domaines en particulier. Les emprunteurs, de leur côté, ont plus facilement accès à des marchés compétitifs et sont mieux placés pour obtenir le financement qui répond à leurs besoins spécifiques. La mondialisation et l'innovation permettent aussi de mieux gérer le risque et d'améliorer l'affectation mondiale des ressources. Elles ont été facilitées par les nouvelles technologies et par les politiques gouvernementales et nous n'entrevoyons rien qui soit susceptible d'inverser les facteurs économiques ou technologiques qui ont été les moteurs de cette évolution.

Il est cependant plus difficile de prédire le comportement des gouvernements. Si ceux-ci essayaient d'imposer à nouveau des barrières ou d'interdire le recours à certains instruments, ils rencontreraient sans aucun doute une résistance farouche de la part des emprunteurs, des investisseurs et des institutions financières, qui ne seraient pas disposés à renoncer aux avantages qu'ils retirent des changements récents. Selon toute probabilité, ils tenteraient de se soustraire aux restrictions en utilisant la technologie moderne, ce qui ne serait pas très difficile.

Lorsque des pays ont limité le recours à divers instruments, ils ont surtout réussi à expatrier beaucoup de transactions. Ainsi, les restrictions imposées à l'usage de certains types d'instruments par les autorités d'Allemagne de l'Ouest ont incité la première banque du pays, la *Deutsche Bank*, à établir sa division du marché des capitaux à Londres plutôt qu'à Francfort.

Une autre raison pour laquelle il est peu probable que les tendances récentes puissent être renversées est qu'il demeure encore trop de champs inexploités, la mondialisation et l'innovation financière ayant encore à peine touché des secteurs importants du marché, notamment le secteur du détail. Dans une conjoncture appropriée, il se pourrait fort bien que les titres de créance de certaines moyennes entreprises fassent leur apparition sur les marchés internationaux. La concurrence des entreprises étrangères et des entreprises nationales pourrait aussi s'intensifier dans de nombreux secteurs des marchés nationaux. En outre, il pourrait être rentable pour les petites entreprises et les petits investisseurs de recourir à certaines techniques et à certains produits novateurs. La titrisation de divers types de prêts vient à peine de commencer et il se pourrait que des fonds de créances titrisées du marché de détail fassent leur apparition sur les marchés internationaux.

Même s'il est probable que la mondialisation des marchés et l'innovation financière se poursuivront, le rythme de cette évolution pourrait ralentir au cours des prochaines années pour au moins deux raisons : la restructuration en cours des activités des principales institutions sur les marchés internationaux et l'existence de quelques obstacles à l'internationalisation.

Après la ruée initiale des institutions financières qui a suivi l'ouverture des marchés internationaux et intérieurs, nous assistons présentement à une restructuration normale. De nombreuses institutions abandonnent des secteurs du marché qu'elles jugent non rentables pour concentrer leurs efforts et leurs ressources dans des secteurs où elles connaissent plus de succès.

Par ailleurs, il reste encore d'importants obstacles institutionnels à la planétarisation des marchés de nombreux types de titres. Par exemple, s'il a été relativement facile de mondialiser le marché des obligations des gouvernements américain ou britannique, il sera beaucoup plus difficile de parvenir au même résultat sur les marchés des obligations et des actions des sociétés. En effet, il est assez facile de « transporter » en quelque sorte la liquidité des obligations d'État – c'est-à-dire la possibilité de les transiger sans que cela n'influe sur leur prix – d'un marché à un autre, car l'information sur ces titres est aisément accessible dans le monde entier. Par contre, la liquidité des titres de sociétés est moins facile à transférer à l'étranger parce que les sociétés émettrices y sont moins connues, ce qui fait que les investisseurs hésitent à acheter leurs titres et qu'il existe moins d'institutions financières disposées à maintenir un marché pour ceux-ci.

L'internationalisation se heurte également aux différences des exigences relatives aux prospectus et aux méthodes comptables, ainsi qu'aux mécanismes de compensation et de règlement des transactions. Enfin, il reste dans certains pays des obstacles à la circulation internationale des capitaux et à l'établissement d'institutions étrangères sur les marchés intérieurs.

Malgré les quelques barrières qui subsistent, le Conseil est d'avis que les forces de la mondialisation et de l'innovation ont radicalement transformé le monde de la finance, et pour de bon.

3 Le Canada et le nouvel espace financier

Les institutions canadiennes sont présentes depuis longtemps sur les marchés financiers mondiaux. Les premières succursales étrangères de banques canadiennes ont été établies avant la Confédération : la Banque de Montréal a ouvert un établissement à New York en 1859, puis à Chicago deux ans plus tard et à Londres neuf ans après. Un peu plus tard, la Banque canadienne de Commerce s'établissait aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Mexique.

Les Canadiens sont aussi depuis longtemps d'importants investisseurs et emprunteurs à l'étranger. En fait, l'économie canadienne a été fortement financée de l'étranger – au début, par des fonds provenant surtout du Royaume-Uni et, par la suite, des États-Unis. Le chemin de fer du Canadien Pacifique et d'autres grands projets pancanadiens ont été financés par des capitaux étrangers. Sauf en temps de guerre, l'argent a circulé presque sans restrictions entre le Canada et les autres pays.

Comment les Canadiens – investisseurs, emprunteurs et institutions financières – se sont-ils adaptés à la récente évolution du système financier mondial ? Pour répondre à cette question, nous examinons la participation des Canadiens à la mondialisation et à l'innovation financière et leur recours aux institutions étrangères; la perte de la part de marché des institutions financières canadiennes; la pénétration de nos marchés intérieurs par des institutions étrangères; et un certain nombre de questions connexes d'intérêt national.

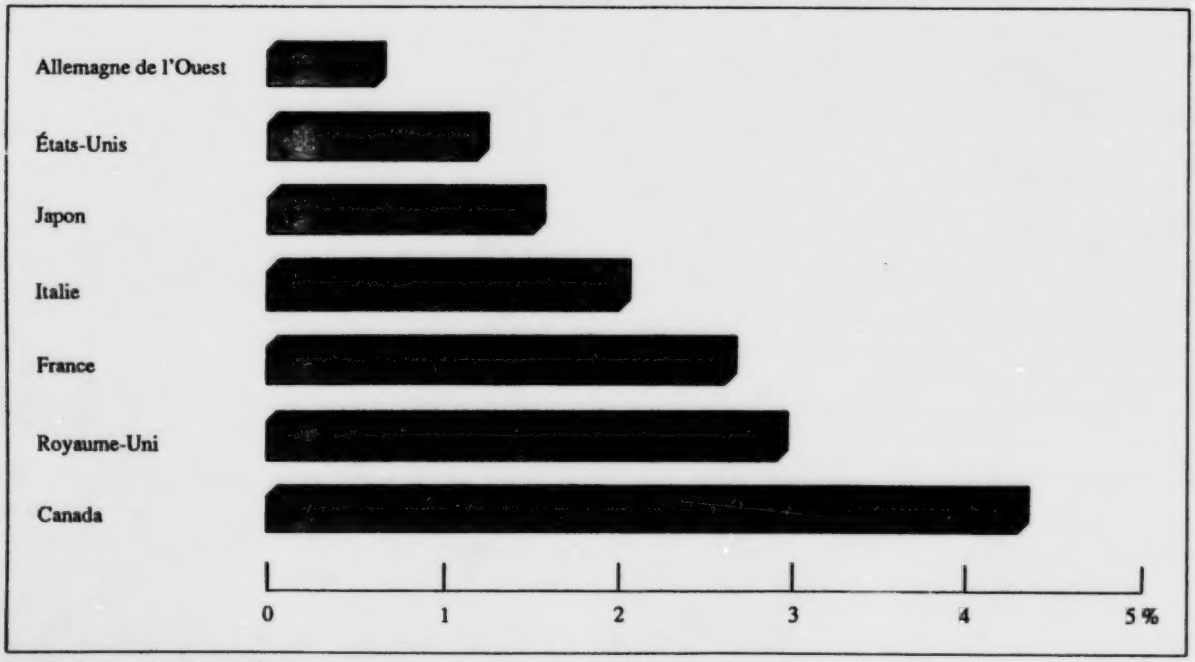
La participation canadienne

Au cours des 25 dernières années, la planétarisation des marchés financiers du Canada s'est accélérée, les emprunteurs canadiens allant de plus en plus chercher leurs capitaux sur les marchés internationaux. La vente d'obligations canadiennes à des étrangers, par exemple, est passée de 1,3 milliard de dollars en 1970 à près de 71 milliards de dollars en 1988. À l'heure actuelle, compte tenu de la taille de leur économie, les Canadiens empruntent davantage sur les marchés étrangers que les ressortissants des autres grands pays industrialisés (graphique 5).

Depuis 25 ans également, les besoins financiers du Canada sont comblés de plus en plus à l'extérieur de l'Amérique

Graphique 5

Capitaux mobilisés sur les marchés internationaux, en proportion du PIB[1], certains pays, 1982-1987

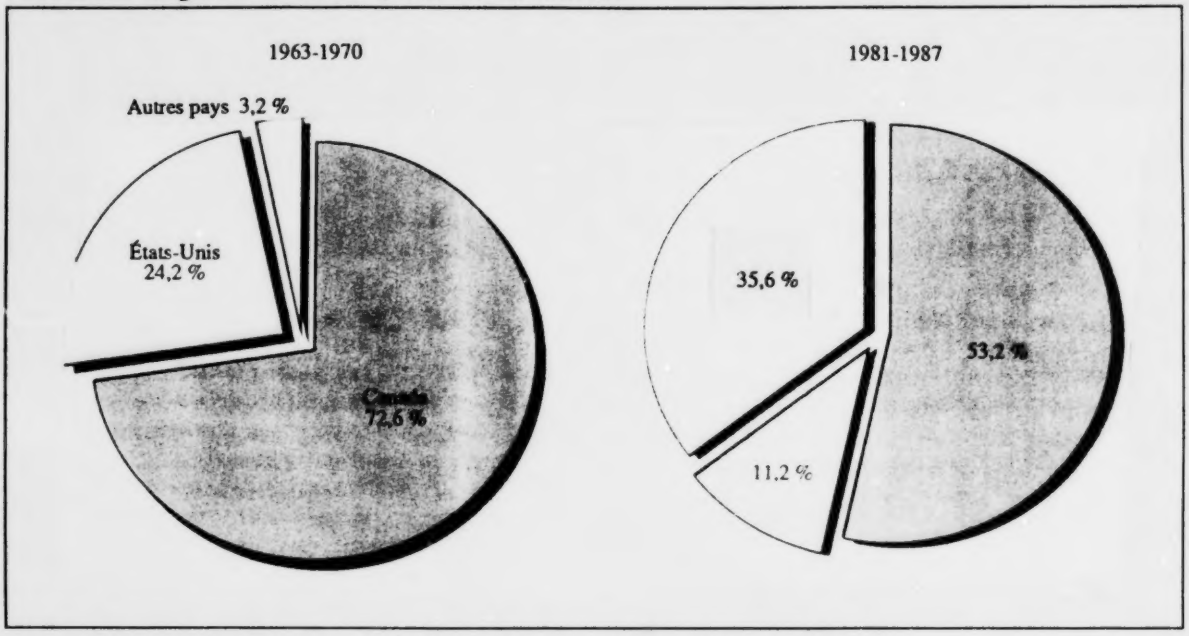


1 D'après les moyennes annuelles.

Source Estimations du Conseil économique du Canada, d'après Organisation de coopération et de développement économiques, *Statistiques financières mensuelles*, Partie 1 et *Comptes nationaux des pays de l'OCDE*, divers numéros.

Graphique 6

Placement d'obligations canadiennes, 1963-1970 et 1981-1987



SOURCE Estimations du Conseil économique du Canada, d'après des données inédites de la Banque du Canada.

du Nord (graphique 6). Fait important à observer, ce mouvement se limite presque exclusivement au marché de gros – prêts et dépôts importants et titres émis par les grandes entreprises, les institutions et les gouvernements –, les activités de détail – prêts personnels, prêts aux petites entreprises et hypothèques – continuant de se restreindre au marché intérieur. En tête des grands utilisateurs des marchés étrangers se trouvent les sociétés d'État fédérales et les institutions financières privées (graphique 7).

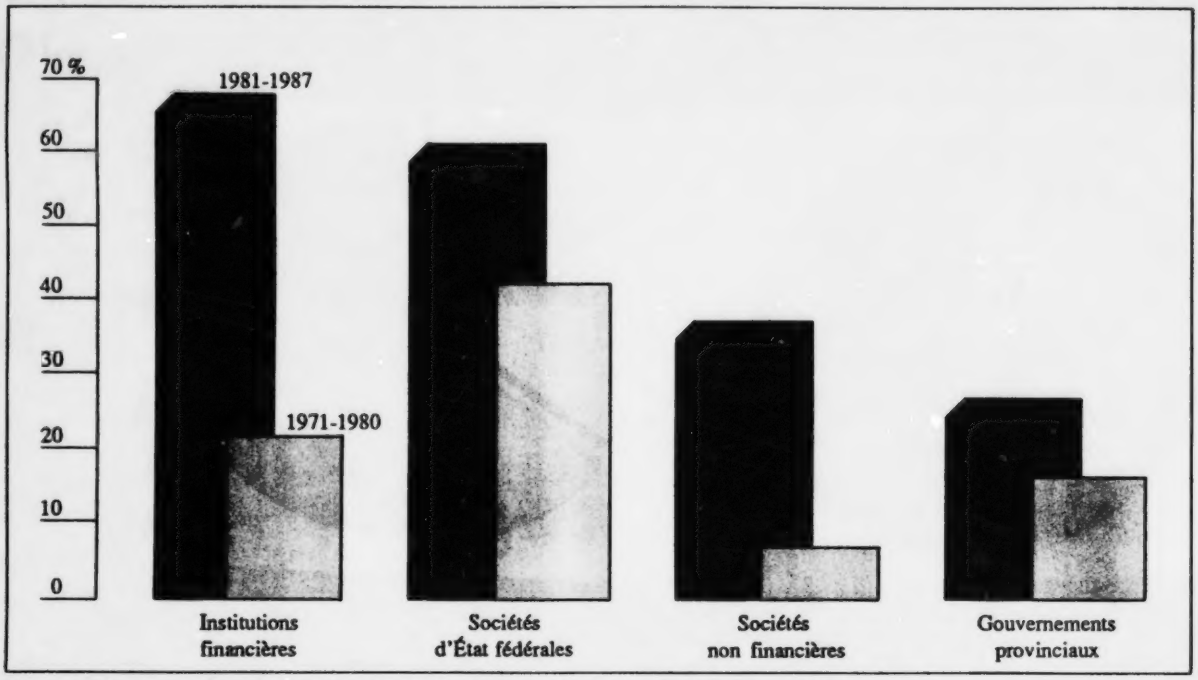
Diverses raisons ont poussé les Canadiens à s'aventurer à l'étranger, à commencer par la simple recherche d'aubaines. Dans un environnement où la possibilité de conclure une bonne affaire se déplace rapidement d'un marché à l'autre, il est bon de voir ce que tout le monde a à offrir. Lors d'un sondage effectué par le Conseil économique en 1988 auprès des moyennes et grandes entreprises canadiennes, 85 % des répondants qui avaient emprunté à l'étranger l'avaient fait principalement parce que l'argent y coûtait moins cher (graphique 8). Dans ce contexte, le lourd déficit du gouvernement fédéral, financé en grande partie par des emprunts au pays, a pu obliger beaucoup d'autres emprunteurs à se tourner vers les marchés étrangers.

L'innovation financière a aussi eu un impact au pays. Les Canadiens se sont mis à utiliser largement certains nouveaux instruments, et moins d'autres. Les swaps, par exemple, qui permettent aux emprunteurs de s'affranchir des ressources limitées des marchés canadiens et de recourir à une grande variété de sources de financement étrangères, sont déjà très populaires. Il en va de même des contrats à terme, qui permettent aux emprunteurs et investisseurs d'éliminer certains risques engendrés par les fluctuations des devises étrangères. Pas moins de 57 % des répondants à l'enquête du Conseil s'étaient déjà, à un moment ou l'autre, engagés dans ce type de contrat.

Par contre, les Canadiens ont eu beaucoup moins recours à l'euro-papier commercial. Ils ont ainsi obtenu 4,1 % du volume de toutes les émissions à court et à moyen termes sur les marchés internationaux durant la période 1983-1988 contre seulement 2,6 %, pour l'euro-papier commercial. La faiblesse de la présence canadienne sur ce marché s'explique peut-être par le fait que le marché des effets commerciaux est déjà bien développé au Canada. De plus, la vaste majorité des répondants à l'enquête du Conseil n'ont jamais eu recours à certains autres nouveaux instruments financiers : 95 % pour ce qui est des contrats à terme normalisés de taux d'intérêt ou des options; 85 % pour les options sur devises; et 91 % pour les ententes à terme sur taux d'intérêt. Les répondants estimaient que ces instruments étaient trop risqués ou trop coûteux, ou qu'ils ne

Graphique 7

Proportion d'obligations canadiennes émises à l'extérieur du Canada et des États-Unis, selon la catégorie d'emprunteur, 1971-1980 et 1981-1987



SOURCE Estimations du Conseil économique du Canada, d'après des données inédites de la Banque du Canada.

répondaient pas à leurs besoins, et certains ignoraient carrément leur existence.

Jusqu'à maintenant, on n'a pas vraiment réussi à créer à Montréal et à Toronto un marché de contrats financiers à terme normalisés. Le succès de ce genre de marché suppose en effet un minimum de transactions (« une masse critique ») que la taille relativement restreinte de l'économie canadienne empêche justement d'atteindre. Le nombre limité d'agents économiques constitue un autre obstacle, car un marché ne peut survivre si seulement quelques institutions et individus s'y intéressent. Enfin, la proximité des marchés de contrats à terme normalisés et d'options de Chicago a été un autre facteur dissuasif.

Les titres hypothécaires sont apparus au Canada une quinzaine d'années plus tard qu'aux États-Unis. C'est que les facteurs particuliers qui ont favorisé leur création aux États-Unis n'existaient pas au Canada. Comme les banques à charte canadiennes étaient libres d'ouvrir des succursales d'un bout à l'autre du pays, elles n'ont pas connu le même problème de diversification régionale que les banques américaines. De plus, les prêteurs et les emprunteurs canadiens ont réagi à l'instabilité des taux d'intérêt en raccourcissant les échéances des prêts hypothécaires.

Depuis le milieu des années 80, toutefois, la titrisation de fonds hypothécaires se développe au Canada car elle contribue à rehausser l'efficacité globale du système financier en permettant aux institutions de se spécialiser et d'utiliser plus efficacement leur assise financière. Le premier fonds de titres hypothécaires a été créé en novembre 1985, mais le marché de ces instruments est demeuré léthargique jusqu'à ce que la Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL) entre en scène, en janvier 1987. Cette année-là, près de 457 millions de dollars de titres hypothécaires ont été émis. À l'automne de 1988, la valeur des certificats émis depuis le début du programme dépassait le milliard de dollars. Toutes les émissions sont d'origine privée (petites sociétés de fiducie, en grande partie). La SCHL garantit le paiement ponctuel de l'intérêt et du principal, et toutes les hypothèques sont assurées en vertu de la *Loi nationale sur l'habitation*. En 1988, la titrisation a été étendue au financement des logements sociaux si bien qu'à la fin de l'année, la valeur des émissions sur ce marché atteignait 215 millions de dollars. Bien qu'il soit encore de faible envergure,

ce programme semble donner d'excellents résultats. La SCHL entend bien le poursuivre et l'étendra probablement à d'autres secteurs.

Le recours aux institutions étrangères

Lorsque les entreprises canadiennes vont sur les marchés internationaux pour obtenir des capitaux, elles confient souvent à des institutions non canadiennes le soin de gérer leurs émissions. Les institutions financières canadiennes ont pris une part beaucoup moins active que prévue dans la gestion des émissions des entreprises canadiennes ou celles libellées en dollars canadiens.

Ainsi, elles ont seulement géré 32 % des émissions d'euro-obligations libellées en dollars canadiens entre 1980 et 1988 tandis que les institutions françaises et allemandes de l'Ouest, par exemple, ont respectivement géré toutes les émissions en euro-francs et 88 % des émissions en euro-marks. Nos institutions n'ont par ailleurs géré que 44 % des émissions des emprunteurs canadiens libellées en dollars canadiens. On est ici bien loin de ce qui se passe dans les autres pays, où les institutions gèrent habituellement 90 % des titres émis sur les marchés internationaux par leurs compatriotes dans leur propre monnaie.

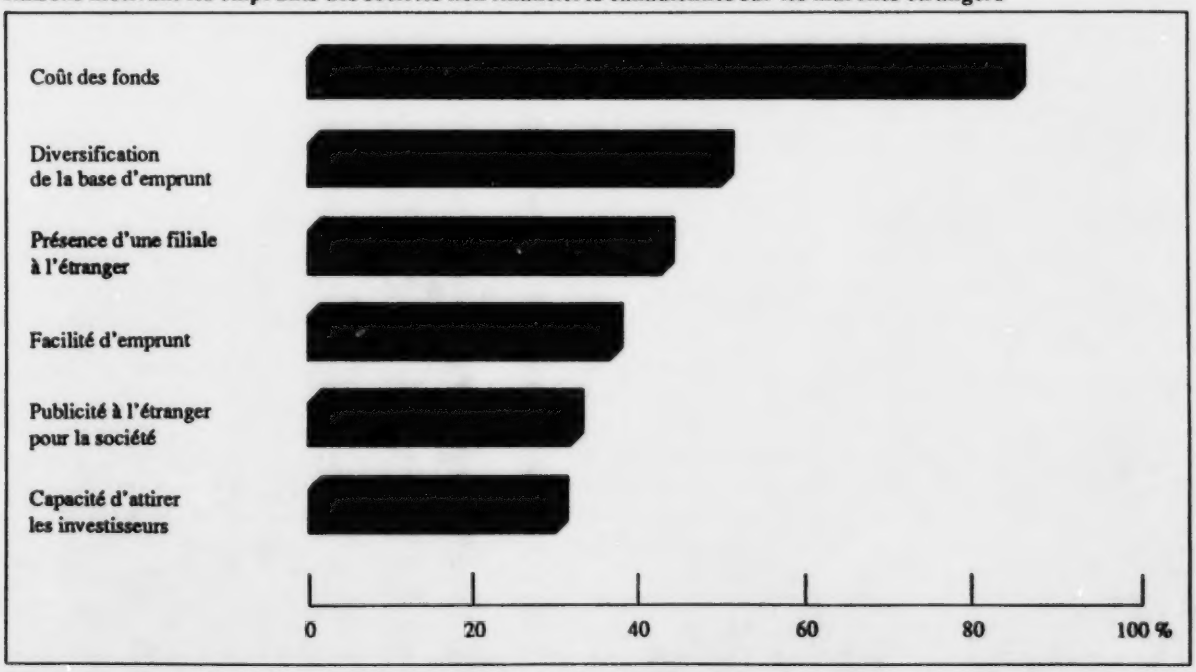
Le recul des institutions canadiennes

Non seulement les institutions canadiennes ont une présence relativement restreinte sur les marchés internationaux, mais elles perdent également du terrain. On peut mesurer ce recul de plusieurs façons, notamment selon leur part du marché et l'importance de leur actif.

À l'échelle mondiale, la part des banques et des maisons de courtage canadiennes dans la gestion d'émissions sur le marché euro-obligataire est tombée de 6 % en 1976 à 2 % seulement en 1988 (tableau 2). Elle a également diminué dans la gestion des prêts syndiqués, glissant de 8 % en 1983 à 3 % en 1988 (tableau 3). La participation des institutions canadiennes sur le marché des émisions libellées en dollars canadiens est demeurée plus ou moins stable au cours de cette période (75 % environ). Cependant, leur part dans les émissions en dollars US faites par des Canadiens a régressé. Étant donné que les émissions internationales des emprunteurs canadiens ne sont libellées que pour 15 % en dollars

Graphique 8

Raisons motivant les emprunts des sociétés non financières canadiennes sur les marchés étrangers



SOURCE Estimations du Conseil économique du Canada, d'après un sondage effectué par le Conseil auprès des sociétés non financières sur leur recours aux marchés internationaux des capitaux et aux nouveaux instruments financiers, 1988.

Tableau 2

Parts des institutions canadiennes et américaines dans la gestion des émissions d'euro-obligations, 1970-1988

En pourcentage

	Part des institutions canadiennes dans :				
	Les émissions libellées en dollars canadiens[1]	Les émissions libellées en dollars US	Les émissions libellées en dollars US faites par des Canadiens[2]	Toutes les émissions	Part des institutions américaines dans toutes les émissions
1976	36,1	3,7	13,0	6,3	16,1
1977	41,9	5,0	22,0	4,9	10,7
1978	--	0,5	7,8	0,2	10,2
1979	28,2	3,9	30,5	3,4	20,5
1980	18,7	5,0	33,9	3,6	21,0
1981	37,3	3,6	10,9	4,2	26,9
1982	18,2	2,8	15,3	2,7	30,7
1983	44,2	2,2	10,6	3,1	19,1
1984	41,2	1,5	15,8	2,5	35,5
1985	43,3	1,8	19,4	3,0	34,6
1986	48,3	0,8	10,4	2,5	27,5
1987	32,0	0,1	--	1,9	17,1
1988	23,0	0,3	7,8	2,0	19,4
1970-1979	32,3	2,8	17,5	3,0	17,1
1980-1988	32,4	1,4	13,4	2,5	25,5

1 Les émissions d'euro-obligations libellées en dollars canadiens représentaient 3,8 % de l'ensemble des émissions d'euro-obligations de la période 1966-1988.

2 Les émissions d'euro-obligations libellées en dollars US représentaient 54 % de l'ensemble des émissions d'euro-obligations faites par des Canadiens durant la période 1966-1988.

Source Estimations du Conseil économique du Canada, d'après des données d'IFR Publishing Ltd.

canadiens contre presque 73 % en dollars US, les institutions canadiennes ont vu diminuer leur part globale sur ce marché. On observe une situation analogue sur le marché des euro-obligations, où les institutions canadiennes ont perdu du terrain pour les émissions libellées en dollars US.

En ce qui concerne les actifs, la position relative des banques canadiennes a connu un recul marqué. Ainsi, classée 16e dans le monde en 1981, la Banque Royale du Canada avait glissé à la 57e place en 1987. Cette baisse ne peut être attribuée au réalignement des monnaies qui a eu lieu ces dernières années, du moins pas de façon significative. En effet, si l'on tient compte des fluctuations des devises et des différences au chapitre de l'inflation, la Banque Royale se retrouve encore au 53e rang. Elle a été déclassée au cours des huit dernières années par des banques des États-Unis, du Royaume-Uni, du Japon, de la Suisse, de la France, de l'Allemagne de l'Ouest, de Hongkong, de l'Italie, des Pays-Bas, du Brésil et de la Chine.

Il est vrai que les institutions canadiennes se sont retirées de marchés où l'intensification de la concurrence leur faisait perdre de l'argent. Mais ce resserrement des marges bénéficiaires a également frappé les concurrents étrangers, dont un bon nombre ont pourtant choisi de faire face à la situation. De fait, les Japonais s'installent actuellement pour la première fois sur certains marchés, même s'ils ne s'attendent pas à rentabiliser leurs activités avant quelque temps. De plus, comme le montrent les tableaux 2 et 3, contrairement à l'opinion répandue selon laquelle la perte de parts de marché est un phénomène commun à toutes les institutions nord-américaines, les firmes américaines ont gagné du terrain. En fait, nombreuses sont les institutions des États-Unis (et de plusieurs autres pays) qui ont réussi à restructurer leurs opérations afin de maintenir une forte présence sur les marchés internationaux.

La rationalisation des activités a généralement amené les institutions à se concentrer sur les marchés où elles

Tableau 3

Parts des institutions canadiennes et des institutions américaines dans la gestion des prêts internationaux, 1983-1988

En pourcentage

	Part des institutions canadiennes dans :				
	Les prêts libellés en dollars canadiens[1]	Les prêts libellés en dollars US	Les prêts émis en dollars US par des Canadiens[2]	Tous les prêts internationaux	Part des institutions américaines dans tous les prêts internationaux
1983	72,7	6,8	71,7	7,7	28,2
1984	77,0	4,6	90,9	4,5	51,9
1985	66,1	4,2	13,0	3,6	36,6
1986	71,2	2,3	1,7	2,6	44,7
1987	100,0	3,7	10,4	3,5	45,7
1988	77,5	2,3	7,7	3,0	51,1

1 Les prêts internationaux libellés en dollars canadiens représentaient seulement 0,75 % de l'ensemble des prêts internationaux au cours de la période considérée.

2 Les prêts libellés en dollars US représentaient 73 % de l'ensemble des prêts consentis par des Canadiens au cours de la période considérée.

SOURCE Estimations du Conseil économique du Canada, d'après des données d'IFR Publishing Ltd.

jouissaient d'un avantage comparatif, soit parce qu'elles pouvaient compter sur une connaissance spécialisée, soit parce qu'elles avaient déjà établi une présence solide sur place ou des liens privilégiés avec les clients. Les institutions de nombreux pays favorisent largement les transactions dans leur propre monnaie et avec leurs compatriotes. Mais, comme nous l'avons fait remarquer, les institutions canadiennes n'ont pas montré la même vigueur sur ces marchés et ont même perdu du terrain dans la gestion des titres émis par des emprunteurs canadiens.

Étant donné l'affaiblissement de la place des institutions financières canadiennes sur les marchés internationaux et leur performance relativement faible dans ce qu'on croyait être leur créneau « naturel », il semblerait que leurs problèmes aient une origine beaucoup plus profonde. D'autres indicateurs comme la marge d'intérêts brute (c'est-à-dire la différence entre le taux d'intérêt reçu et le taux d'intérêt payé) et le taux de rendement des actifs indiquent que les banques canadiennes ont une performance inférieure à la moyenne quand on les compare aux banques de sept autres pays industriels (tableau 4 et graphique 9). Leurs coûts d'exploitation se situent dans la moyenne mais, depuis 1980, la croissance de leurs actifs a été inférieure de moitié à la moyenne des institutions des autres pays considérés.

Ce recul des institutions canadiennes sur les marchés internationaux nous a étonnés. Il a suscité peu de préoccupation jusqu'à maintenant, peut-être parce qu'il se produisait sur des marchés en expansion rapide. Nous ne saurions en fournir une explication unique, car il semble que de

Tableau 4

Indicateurs de la performance des banques, divers pays, 1980-1987[1]

En pourcentage

	Marge d'intérêts brute[2]	Frais d'exploitation[2]	Rendement de l'actif[3]
Japon	1,04	1,58	0,47
Suisse	1,40	2,43	0,64
France[4]	1,84	2,74	0,15
Canada[5]	2,02	3,32	0,47
Allemagne de l'Ouest	2,61	3,58	0,73
États-Unis	2,87	4,21	0,61
Italie[6]	3,04	4,63	0,75
Royaume-Uni	3,44	4,98	0,77

1 Pour l'Italie, les données concernent toutes les banques; pour le Royaume-Uni, toutes les banques de compensation; et pour le Canada, toutes les banques de l'Annexe A. Pour tous les pays, les données concernent les grandes banques.

2 En proportion de l'actif.

3 D'après le revenu avant impôt.

4 Pour 1982-1986 seulement.

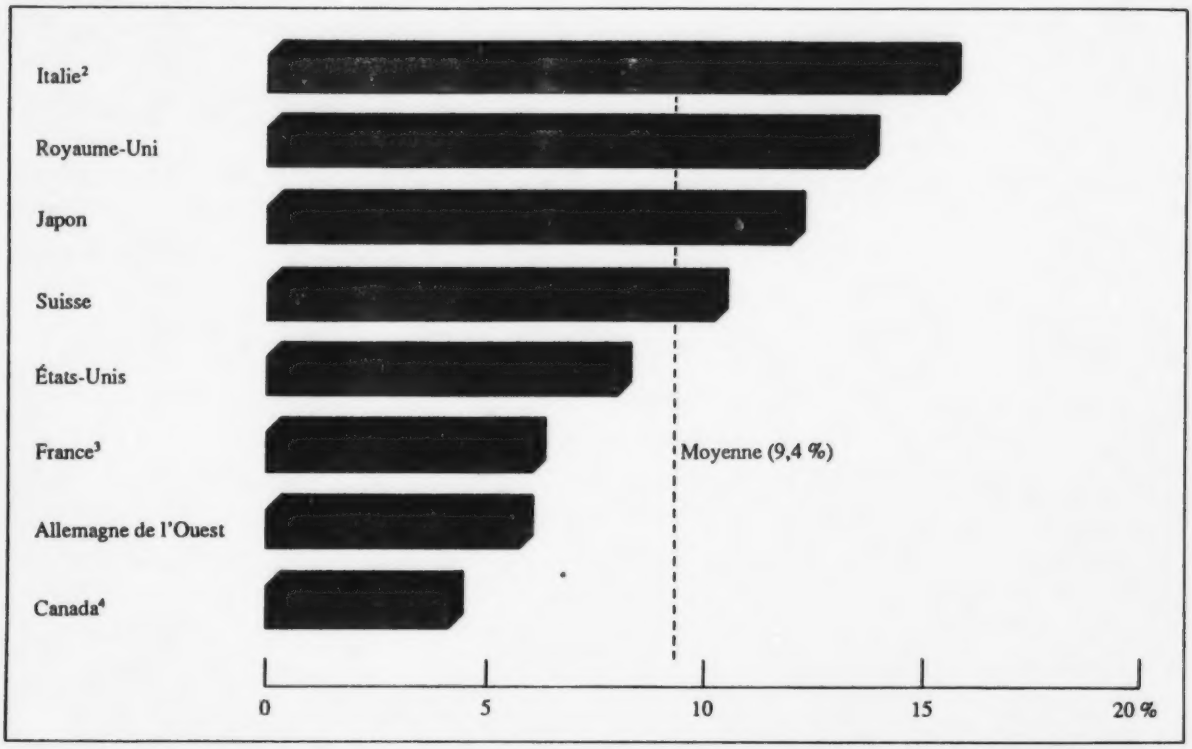
5 Pour 1982-1987 seulement.

6 Pour 1980-1986 seulement.

SOURCE Organisation de coopération et de développement économiques, *Rentabilité des banques, 1980-1984*, Paris, 1987; rapports de diverses banques centrales; et autres sources.

Graphique 9

Moyenne des taux de croissance annuelle de la valeur nominale des actifs des principales banques[1], certains pays, 1980-1987



1 Pour l'Italie, les données concernent toutes les banques; pour le Royaume-Uni, toutes les banques de compensation; et pour le Canada, toutes les banques de l'Annexe A.
2 Pour 1980-1986 seulement.
3 Pour 1982-1986 seulement.
4 Pour 1982-1987 seulement.
SOURCE Organisation de coopération et de développement économiques, *Rentabilité des banques, 1980-1984*, Paris, 1987; rapports de diverses banques centrales; et autres sources.

nombreux facteurs aient contribué à la situation. D'après les opinions que les chercheurs du Conseil ont recueillies auprès de nombreux clients canadiens qui empruntent régulièrement sur les marchés internationaux, les banques et maisons de courtage canadiennes pratiquent une politique de prix moins agressive que leurs concurrentes étrangères. Il semblerait également que les institutions canadiennes ne possèdent pas des réseaux de distribution aussi étendus que ceux mis sur pied par leurs rivales étrangères, qu'elles n'aient pas la même facilité d'accès au marché des petits investisseurs et, enfin, que leurs stratégies manquent souvent d'ouverture sur le monde. Cette situation pourrait s'expliquer, du moins en partie, par le fait que les institutions sont plus petites et disposent de capitaux moins importants que leurs principales concurrentes étrangères.

Ces arguments invoqués par les clients des institutions financières canadiennes sont peut-être liés à l'évolution historique de l'industrie et au cadre réglementaire qui la régissait. Ainsi, jusqu'en 1987, les banques à charte canadiennes n'étaient pas autorisées à s'engager dans le commerce des valeurs mobilières, qui connaissait une expansion rapide. En même temps, les maisons de courtage canadiennes, dont la fonction principale était de souscrire et de transiger les titres, ne disposaient pas du capital nécessaire pour faire face à la concurrence étrangère. Les banques commerciales américaines étaient soumises aux mêmes contraintes que les banques canadiennes, mais les courtiers américains disposaient des capitaux voulus pour jouer un rôle de premier plan sur les marchés internationaux. Les modifications apportées au cours des deux dernières

années au régime réglementaire au Canada ont aboli la séparation entre activités bancaires et commerce des valeurs mobilières. Il reste à voir si les maisons de courtage canadiennes seront maintenant en mesure de mettre un terme à l'érosion de leur part de marché.

Si les institutions financières canadiennes ont perdu ainsi du terrain sur le marché, c'est également parce que le bassin de capitaux auquel elles avaient accès, au Canada, n'a pas augmenté aussi rapidement que celui des autres pays. En proportion de l'épargne totale des principaux pays industrialisés, l'épargne du Canada est passée de 5,4 % en 1981 à 3,5 % en 1986, alors que celle du Japon augmentait de 29,3 % à 33,3 %. Il importe cependant de souligner que le recul de nos institutions sur le marché mondial a été plus prononcé que la diminution de l'épargne disponible.

Cet affaiblissement de la situation du Canada sur les marchés internationaux pourrait devenir préoccupant. En effet, si les institutions canadiennes continuaient à perdre du terrain et réduisaient leurs opérations internationales, elles risqueraient à la longue d'éprouver de la difficulté à garder leur clientèle canadienne établie, que pourraient lui ravir les institutions mieux capitalisées et plus solidement implantées sur les marchés internationaux.

En fin de compte, les institutions canadiennes pourraient, à long terme, perdre leur compétitivité. Les institutions qui surmontent les périodes difficiles dans un marché donné peuvent en retirer des avantages importants par rapport aux autres qui l'ont quitté, bien que dans certains cas le retrait d'un marché puisse s'avérer une décision pertinente. En bonne partie, dans le monde de la finance internationale, c'est le vendeur qui offre le meilleur prix qui fait la transaction. Une institution peut donc réintégrer un marché à n'importe quel moment simplement en faisant la meilleure offre. Mais l'institution qui s'est retirée peut avoir perdu de sa solidité financière, de son expérience et de sa connaissance du marché et ainsi éprouver plus de difficultés à formuler des offres gagnantes à l'avenir.

La pénétration étrangère des marchés canadiens

La diminution de la part de marché des institutions canadiennes survient juste au moment où le Canada a rouvert ses propres marchés aux étrangers, particulièrement dans le secteur bancaire et celui des valeurs mobilières. Avant 1967, il n'y avait à peu près aucune restriction imposée aux banques étrangères qui voulaient s'installer au Canada ou aux établissements étrangers qui désiraient prendre le contrôle de banques canadiennes. Toutefois, la crainte que les banques étrangères puissent un jour dominer l'industrie canadienne avait incité le gouvernement à modifier ses politiques. C'est ainsi que les modifications apportées en 1967 à la *Loi sur les banques* ont mis un terme au régime de pleine liberté d'accès en empêchant les banques étrangères de fonctionner en tant que banques au Canada. Elles pouvaient toutefois exploiter des filiales offrant des services de crédit-bail et d'affacturage et quelques autres services bancaires. Entre 1974 et 1980, ces filiales ont connu une croissance plus de deux fois supérieure à celle des banques canadiennes, mais leur part du marché est demeurée relativement petite (elles ne détenaient que 3 % de l'actif combiné des banques canadiennes et des filiales de banques étrangères en 1980).

Les modifications apportées en 1980 à la *Loi sur les banques* ont assoupli ces restrictions en permettant aux banques étrangères de constituer des filiales aux termes de l'Annexe B de la Loi, tout en maintenant des restrictions sur l'ouverture de succursales et sur la croissance de l'actif des filiales. En décembre 1988, toutes les banques de l'Annexe B, sauf une, étaient étrangères et détenaient 12,3 % de l'actif bancaire total, soit quatre fois plus qu'à la fin des années 70. En particulier, les filiales de banques étrangères ont réussi une percée importante sur le marché des prêts interbancaires et dans le secteur des prêts à terme commerciaux, et jouent également un rôle actif sur le marché des acceptations bancaires. Malgré tout, les limites imposées à leur expansion garantissent aux banques canadiennes la plus grande partie du marché canadien.

L'Accord de libre-échange entre le Canada et les États-Unis a mis en place un nouveau cadre juridique en matière d'activités bancaires. Il permet en effet aux banques américaines d'entrer presque d'emblée au Canada et il supprime les limites imposées à la croissance de leur actif. Les filiales de ces banques au Canada n'auront pas à obtenir l'approbation des autorités canadiennes avant d'ouvrir des succursales, de sorte qu'elles bénéficient, dans les faits, des mêmes avantages que les banques canadiennes. Maintenant que les banques américaines peuvent fonctionner sans entraves au Canada, il y a tout lieu de croire que les institutions canadiennes auront beaucoup plus de difficultés à conserver leur part du marché.

Jusqu'à 1969, le problème du contrôle étranger des maisons de courtage ne se posait pas. Lorsque Merrill Lynch, Pierce Fenner & Smith (une firme américaine) a pris le contrôle de Royal Securities cette année-là, l'Ontario a mis en place de nouvelles règles limitant à 25 % la participation étrangère dans une maison de courtage. Les maisons étrangères déjà implantées en Ontario n'étaient pas assujetties à la nouvelle réglementation, mais le taux de croissance de leur actif ne devait pas dépasser en moyenne celui

des grandes maisons de courtage canadiennes. En 1973, par contre, le gouvernement du Québec décidait d'adopter une politique tout à fait différente, ne restreignant ni l'accès des maisons de courtage étrangères ni leur participation dans celles qui existaient déjà au Québec.

En 1987, pour faire face aux besoins croissants de capitaux de l'industrie canadienne des valeurs mobilières, l'Ontario a de nouveau ouvert ses portes, d'abord aux banques, aux compagnies d'assurance et aux sociétés de fiducie canadiennes, puis, un an plus tard, aux sociétés étrangères. Toujours en 1987, l'industrie des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique ouvrait grandes ses portes aux étrangers, alors que la Bourse de Vancouver se mettait à accepter des membres d'autres pays.

En théorie, que ce soit dans le secteur des banques, des valeurs mobilières ou tout autre secteur de l'industrie des services financiers, la participation étrangère – notamment parce qu'elle contribue à l'intensification de la concurrence et à la diffusion des technologies et des idées nouvelles – devrait procurer des avantages en sus de ceux qui découlent de la libre circulation des capitaux entre les pays. C'est, par exemple, à des institutions étrangères que l'on doit l'introduction de certains nouveaux produits financiers au Canada. Nous avons déjà fait remarquer que les banques étrangères jouent un rôle important dans certains secteurs du marché bancaire. En effet, trois des 12 plus importantes sociétés financières opérant sur le marché des prêts commerciaux et personnels au Canada sont des filiales de banques étrangères. Sur le marché des prêts aux entreprises, les institutions étrangères ont diminué le coût des capitaux, surtout pour les entreprises qui ont recours aux acceptations bancaires.

Au surplus, quelques-unes des filiales étrangères installées au pays appartiennent à des institutions qui sont plus puissantes que leurs homologues au Canada et donc plus en mesure d'absorber les chocs. En ce sens, donc, leur présence au Canada pourrait renforcer la stabilité du système financier au pays.

Grâce à leurs technologies novatrices et à leurs réseaux mondiaux très développés, les banques étrangères au Canada ont également la possibilité d'offrir aux consommateurs un éventail plus vaste de services financiers. Dans la pratique, toutefois, la plupart des nouveaux arrivants ont élu domicile dans les villes plutôt que dans les régions périphériques, de sorte qu'ils n'ont pas vraiment, pour le moment du moins, contribué à l'amélioration de la prestation des services financiers là où on en avait peut-être le plus besoin. Il reste à voir si les institutions sous contrôle américain pénétreront plus vigoureusement le marché canadien et desserviront toutes les régions du pays maintenant qu'elles peuvent y exercer leurs activités sans entraves.

L'effet stimulant de l'implantation d'institutions financières étrangères doit être mis en rapport avec la nécessité de maintenir une forte présence canadienne sur les marchés financiers intérieurs. Étant donné que la qualité de l'information sur laquelle doivent reposer toutes les décisions financières se détériore avec l'éloignement, les institutions étrangères ayant leur siège social en Europe, en Asie ou aux États-Unis connaissent souvent moins bien les besoins des Canadiens que les institutions canadiennes. En outre, elles sont susceptibles de fixer leurs objectifs généraux davantage en fonction des conditions et des politiques de leur pays d'origine plutôt que de celles du Canada. Les institutions qui ont des attaches au Canada peuvent aussi être plus disposées à financer nos exportations que ne le serait une institution ayant son siège social à l'étranger. Enfin, le fait de garder au pays le contrôle des grandes institutions financières a également une valeur symbolique, dans la mesure où cela sécurise les Canadiens qui transigent quotidiennement avec ces institutions.

Il n'existe aucune méthode toute faite pour mesurer les coûts et les avantages directs et indirects d'une politique de laissez-faire, qui laisserait les entreprises étrangères dominer le secteur des services financiers au Canada. Étant donné que les institutions canadiennes perdent du terrain sur des marchés mondiaux en expansion et que l'implantation au Canada d'institutions étrangères pourrait nuire aux banques et aux maisons de courtage canadiennes chez elles, on ne peut écarter la possibilité que la part de marché de nos institutions s'effrite également au Canada. Par conséquent, nous sommes d'avis que les législateurs doivent commencer au moins à suivre plus attentivement les tendances du marché. Mais ce sont les administrateurs des banques et des maisons de courtage canadiennes qui ont le plus d'influence sur l'avenir et ce seront, en fin de compte, leurs décisions qui détermineront si les institutions canadiennes conserveront leur position dominante sur le marché canadien. Les gouvernements devraient s'employer à renforcer la compétitivité des institutions canadiennes, et non à trouver de nouveaux moyens de les protéger.

Anciens débats

Dans le contexte général de la mondialisation et de l'innovation dans le secteur financier, plusieurs questions nationales qui préoccupent depuis longtemps les législateurs canadiens prennent une nouvelle importance. Ce sont :

- la restructuration du système financier;

– les liens entre sociétés commerciales et institutions financières;

– la disponibilité des services financiers dans les régions;

– la solvabilité des institutions financières;

– le caractère fragmenté de la réglementation financière; et

– la nécessité d'une meilleure coopération entre les divers organismes de réglementation canadiens.

La restructuration du secteur financier

À la suite des modifications récentes du cadre réglementaire autorisant la propriété croisée des institutions financières, et compte tenu des fortes pressions du marché dans le sens de la diversification, de nombreuses institutions canadiennes se sont fusionnées, ont conclu des alliances ou en ont carrément acheté d'autres. Ainsi, chaque grande banque canadienne possède à l'heure actuelle sa propre maison de courtage ou une filiale active dans ce domaine. Une maison de valeurs mobilières a présenté une demande pour créer une banque et une autre envisage de former une société de fiducie.

Certes, ce genre de restructuration n'est pas unique au Canada; on l'a observé dans beaucoup d'autres pays, où les institutions financières ont tenté de renforcer leur présence sur leur propre marché afin de pouvoir soutenir plus efficacement la concurrence des institutions étrangères. Au Canada, les répercussions de la restructuration sur le degré de concentration des marchés financiers ne sont pas sans susciter des inquiétudes. Le tableau 5 présente les tendances récentes à cet égard. Il s'en dégage deux grandes caractéristiques :

– les parts de l'actif total, des dépôts, et des prêts commerciaux et personnels détenues par les quatre plus grandes institutions financières – toutes des banques canadiennes – ont continué de régresser entre 1984 et 1987; et

– le nombre d'institutions financières qui contrôlaient 80 % des marchés et 80 % de l'actif en 1987 est inférieur à ce qu'il était trois ans auparavant, même s'il demeure plus élevé qu'en 1979.

Par conséquent, la concentration sur les marchés examinés était bel et bien plus faible en 1987 qu'en 1979. De plus, la part de marché réduite des quatre plus grandes institutions et la diminution du nombre d'entreprises contrôlant 80 % du marché viennent confirmer que la récente vague de fusions, d'acquisitions et d'alliances a permis à un certain nombre d'institutions financières non bancaires de se renforcer au point qu'elles sont maintenant en mesure de concurrencer plus vivement les banques canadiennes. Il est encore trop tôt pour déterminer si la diminution, depuis 1984, du nombre d'institutions intervenant pour 80 % du marché est le

Tableau 5

Concentration dans l'industrie financière[1], Canada, 1979, 1984 et 1987

	Pourcentage correspondant aux quatre plus importantes institutions			Nombre d'institutions représentant 80 % :		
	Actifs	Dépôts intérieurs	Prêts aux entreprises et aux particuliers canadiens	Des actifs	Des dépôts intérieurs	Des prêts aux entreprises et aux particuliers canadiens
1979	54,8	53,8	70,0	12	9	5
1984	52,2	47,7	62,7	16	12	7
1987	47,2	45,2	59,4	14	11	7

1 L'industrie financière regroupe ici les banques, sociétés de fiducie, sociétés de prêts et compagnies d'assurance avec liens de propriété intégrale. Le degré de concentration est mesuré sur le marché des dépôts intérieurs et des prêts aux entreprises et aux particuliers canadiens. La seconde des deux mesures utilisées ici est basée sur une étude effectuée par le ministère de la Consommation et des Corporations, dans laquelle le degré de concentration est déterminé par le nombre de sociétés qui représentent 80 % de la production ou de l'emploi dans une industrie. Le degré de concentration est « très élevé » lorsque ce nombre est de quatre ou moins; « élevé », lorsqu'il est de cinq à huit; « relativement élevé », lorsqu'il varie de neuf à 20 sociétés; « relativement bas », lorsqu'il est de 21 à 50 sociétés; et « bas », lorsqu'il est supérieur à 50.

Source Estimations du Conseil économique du Canada.

présage d'une tendance à une plus grande concentration dans l'avenir. La question mérite d'être suivie.

Par ailleurs, on observe un accroissement de l'interdistribution – c'est-à-dire de l'entente, associée à la formation de réseaux, en vertu de laquelle une institution vend les produits d'une autre institution – qui a contribué à l'intensification de la concurrence. Par exemple, les banques, les sociétés de fiducie et les caisses d'épargne et de crédit sont maintenant autorisées à distribuer, dans leurs succursales et à certaines conditions, les produits des maisons de courtage. Bien qu'on constate une plus grande interdépendance des institutions, de par les divers liens de propriété qu'elles nouent entre elles, il reste encore des fonctions qui sont propres à certaines d'entre elles. Ainsi, une banque peut posséder une maison de courtage, mais la souscription d'actions et d'obligations de sociétés et les transactions boursières demeurent le domaine exclusif de sa filiale de courtage. Cette séparation est nécessaire pour éviter la multiplication des situations de conflit d'intérêts, faciliter la supervision prudentielle et, donc, renforcer la solvabilité des institutions et la confiance que celles-ci inspirent aux agents économiques.

L'évolution des ratios de concentration, l'expansion des réseaux, l'apparition de nouveaux produits et services financiers sur les marchés internationaux et la multiplication des entreprises sous contrôle étranger au Canada sont de bon augure pour le dynamisme de la concurrence sur le marché canadien. Nous avons accordé beaucoup d'attention à ces facteurs dans la formulation de nos recommandations présentées dans la Partie 4.

Les liens entre sociétés commerciales et institutions financières

La restructuration a aussi entraîné, dans certains cas, l'acquisition d'institutions financières par des sociétés non financières (ou « commerciales »), ravivant ainsi le débat sur l'établissement de liens entre entreprises commerciales et institutions financières, en particulier sur les liens de propriété en « amont », c'est-à-dire sur les investissements de sociétés non financières dans le stock de capital d'institutions financières. C'est donc à ce type de liens que nous limiterons également notre propos ici.

(Le Conseil s'est penché sur la question des liens en « aval » – c'est-à-dire la participation d'institutions financières aux capitaux propres d'entreprises commerciales – ainsi que sur la question plus vaste de la propriété des institutions financières dans son précédent rapport de synthèse sur les marchés financiers, intitulé *Concurrence et stabilité* et publié en 1986. Le Conseil s'était alors prononcé contre l'établissement de liens en aval et favorisait une propriété dispersée pour toutes les institutions financières dont l'actif dépassait 10 milliards de dollars.)

La situation actuelle au Canada

Présentement, les investisseurs ayant des intérêts commerciaux ne possèdent pas véritablement d'intérêts dans les banques à charte, les coopératives de crédit, les caisses populaires ou les maisons de courtage canadiennes. La *Loi sur les banques* limite de façon stricte la propriété des banques, qui doivent être à propriété dispersée (banques de l'Annexe A) ou être à cent pour cent une filiale d'une banque étrangère ou d'une autre institution financière (banques de l'Annexe B). Les coopératives de crédit et les caisses populaires appartiennent à leurs nombreux membres. Jusqu'à récemment, la propriété des maisons de courtage était restreinte aux membres de l'industrie, mais ces contraintes ont été abolies à travers le Canada.

Les sociétés de fiducie et les compagnies d'assurance peuvent être constituées en vertu d'une charte fédérale ou provinciale. Récemment encore, les deux paliers de gouvernement permettaient aux entreprises commerciales d'en être propriétaires. Du reste, plusieurs sociétés de fiducie maintiennent des liens avec des propriétaires qui ne font pas partie du secteur financier. Par exemple, trois des plus grandes sociétés de fiducie, représentant à peu près 58 % des actifs de l'industrie, sont des filiales de sociétés non financières ou appartiennent à des groupes financiers qui maintiennent des liens avec des entreprises commerciales. (Jusqu'à tout récemment, ces trois sociétés étaient constituées en vertu d'une charte fédérale. L'une d'entre elles est en train de changer pour une charte provinciale.) De même, plusieurs des compagnies d'assurance-vie les plus importantes du Canada appartiennent à des groupes financiers qui ont des intérêts commerciaux. Par contre, beaucoup d'autres n'ont aucun lien avec des entreprises commerciales; c'est le cas, notamment, des mutuelles d'assurance-vie, qui appartiennent aux titulaires de polices d'assurance.

Nouvelles orientations

Au cours du processus actuel de réforme de la réglementation, diverses formules ont été proposées par les différents gouvernements et groupes d'institutions. Selon les propositions que le gouvernement fédéral a mises de l'avant en 1986 dans son « Livre bleu » intitulé *Secteur financier : Nouvelles directions*, les règles concernant la propriété des banques, des sociétés de prêts et de fiducie et

des compagnies d'assurance varieraient en fonction de la taille de l'institution (voir encadré).

Durant ce temps, les gouvernements du Québec et de l'Ontario ont pris des orientations contraires, permettant l'établissement de liens entre les entreprises commerciales et les institutions financières. Ce changement de cap s'est reflété dans la législation adoptée par le Québec, en 1982, sur les compagnies d'assurance et dans celle adoptée par l'Ontario, en 1987, sur les sociétés de fiducie. En octobre 1988, le gouvernement de la Colombie-Britannique, dans un nouveau projet de loi sur les institutions financières a aussi pris position en faveur de l'établissement de liens entre entreprises commerciales et institutions financières.

Depuis le milieu de l'année 1988, le débat s'est intensifié surtout entre les autorités fédérales et le gouvernement du Québec. Il y aurait lieu de croire, toutefois, que le gouvernement fédéral ajusterait sa position, à défaut de quoi certains pensent que des compagnies d'assurance-vie et des sociétés de fiducie à charte fédérale qui souhaitent attirer d'importants investisseurs commerciaux transféreront leur charte à une compétence provinciale qui permet ce genre d'investissement. Au moment de rédiger le présent rapport, le gouvernement fédéral n'a pas encore officiellement fait connaître sa position sur cette question. Par ailleurs, il semblerait que le gouvernement du Québec puisse décider que 35 % des actions donnant droit de vote d'une institution financière constituée dans la province devront appartenir à un grand nombre de propriétaires, ce qui constituerait un rapprochement par rapport à la position fédérale.

L'expérience étrangère

Contrairement à ce que l'on prétend souvent dans le présent débat, les intérêts des entreprises commerciales dans les 40 plus grandes banques du monde sont relativement faibles. On affirme parfois, par exemple, que les institutions allemandes et japonaises maintiennent des liens de propriété avec des sociétés non financières. Or, en Allemagne de l'Ouest, les seuls liens importants se trouvent en aval, *et non en amont*. Quant au Japon, les banques y maintiennent avec des entreprises commerciales des relations qui ne comportent pas de liens de propriété croisée importants. Dans une certaine mesure, cette situation n'est pas tellement différente de celle où des liens sont établis par le truchement de chefs d'entreprises non financières qui siègent aux conseils d'administration des banques canadiennes. Aussi n'est-il pas exact d'affirmer que la tendance actuelle des entreprises commerciales, à l'échelle mondiale, est d'investir massivement dans les banques.

L'absence de liens importants entre sociétés commerciales et institutions financières à l'étranger s'explique par les règlements en vigueur, par une longue tradition ainsi que par l'évolution du marché. En fait, la ligne de conduite adoptée à l'égard de ces liens varie grandement d'un pays à l'autre. Certains imposent des limites strictes (les États-Unis, par exemple), d'autres exigent une autorisation ministérielle ou l'approbation des autorités de tutelle pour que des liens puissent être établis entre sociétés commerciales et institutions financières (les Pays-Bas), et d'autres encore ne prévoient aucune restriction (c'est le cas de

Règles relatives à la propriété proposées dans le Livre bleu du gouvernement fédéral

Selon le Livre bleu, le capital-actions des banques canadiennes dont le capital est inférieur à 750 millions de dollars peut être détenu par un petit nombre d'investisseurs canadiens n'ayant aucune participation dans une entreprise commerciale. Si le capital dépasse 750 millions de dollars, 35 % des actions avec droit de vote devraient être offertes au grand public et appartenir à un grand nombre de propriétaires. En outre, les actionnaires détenant 10 % ou plus d'une quelconque catégorie d'action ne seraient pas autorisés à acquérir d'autres actions, de sorte que leur participation se diluerait à mesure que de nouvelles actions seraient émises. Aucun actionnaire ne pourrait posséder plus de 10 % des actions d'une banque de l'Annexe A qui existe déjà.

Des dispositions analogues s'appliqueraient aux sociétés de prêts et de fiducie et aux compagnies d'assurance qui n'ont aucun lien avec le secteur commercial, à cette exception près que les actionnaires détenant 10 % ou plus, mais moins de 65 %, d'une quelconque catégorie d'action pourraient conserver leur position relative de propriété. Les institutions qui ont un capital de plus de 50 millions de dollars et des liens avec des intérêts commerciaux en amont seraient toutefois tenues d'offrir au grand public au moins 35 % de leurs actions donnant droit de vote, lesquelles devraient en outre être détenues par un grand nombre de propriétaires. En outre, les sociétés non financières qui détiennent déjà une part notable d'une institution financière dont le capital est supérieur à 50 millions de dollars ne pourraient pas accroître leur participation. Elles pourraient par contre acquérir ou accroître une participation importante dans une institution financière dont l'actif est inférieur à 50 millions de dollars. Autrement dit, les propositions fédérales entraîneraient un resserrement des restrictions touchant la propriété des sociétés de prêts et de fiducie et des compagnies d'assurance qui ont un actif supérieur à 50 millions de dollars en limitant les liens avec des intérêts commerciaux en amont et en obligeant ces institutions – même celles qui n'ont aucun lien de ce genre mais dont l'actif est supérieur à 750 millions de dollars – à faire en sorte qu'une partie de leur capital soit dispersé.

l'Allemagne de l'Ouest). Mais même dans les pays où il n'existe aucune restriction légale à ce genre de liens, les autorités de tutelle en découragent souvent l'établissement. C'est le cas en Italie et au Royaume-Uni, où les banques centrales s'y opposent farouchement. En outre, dans plusieurs pays, l'obligation de donner un préavis à l'acquisition ou au transfert d'actions d'institutions financières a un effet de dissuasion à cet égard.

Il convient également de noter que ces restrictions ne s'appliquent pas en général aux sociétés financières non bancaires. Aux États-Unis, par exemple, de nombreuses institutions financières appartiennent à de très grandes entreprises non financières comme Ford, General Motors ou Sears Roebuck.

Pour les liens entre sociétés commerciales et institutions financières. . .

Les partisans d'une approche libérale font valoir que ces liens favoriseront une intensification de la concurrence entre les institutions financières canadiennes et renforceront du même coup la position de ces dernières sur un marché de plus en plus planétarisé; qu'ils assureraient aux institutions financières le capital supplémentaire dont elles ont tant besoin; qu'ils contribueraient à l'accroissement de la taille des institutions canadiennes, un facteur important pour assurer leur compétitivité; qu'ils garantiraient la présence d'un actionnaire important; qu'ils permettraient aux propriétaires et aux institutions de diversifier leurs sources de revenus commerciaux; qu'ils permettraient, enfin, de mettre à profit les synergies résultant de l'association d'institutions financières avec des entreprises commerciales, par exemple, par l'utilisation conjointe de réseaux de distribution ou par la production et l'offre conjointes de produits complémentaires, comme les automobiles et les prêts pour l'achat d'automobiles.

Enfin, les tenants de cette approche font remarquer que les restrictions sur les liens entre sociétés commerciales et institutions financières font obstacle à l'entrée dans le secteur de la finance. Selon eux, si elles ne peuvent attirer les investissements d'entreprises non financières, les sociétés de fiducie, par exemple, ne pourront soutenir la concurrence des grandes banques.

Ceux qui se montrent favorables à des liens en amont notent également que les filiales canadiennes de banques étrangères qui, de leur côté, jouissent de liens commerciaux dans leurs pays, ne sont pas réputées avoir de tels liens aux fins de la réglementation fédérale, à condition que l'entreprise propriétaire ne soit pas constituée en société au Canada (bien qu'elle puisse y exploiter une usine). Il est donc possible pour une banque étrangère appartenant à une société commerciale d'établir une filiale au Canada, alors qu'une société non financière canadienne ne pourrait pas le faire (il importe toutefois de se rappeler que très peu d'institutions bancaires étrangères, à supposer même qu'il y en ait, ont des liens commerciaux en amont).

. . . et contre

Ceux qui s'opposent aux liens entre sociétés commerciales et institutions financières soutiennent qu'ils entraîneront des situations de conflit d'intérêts et des transactions d'initiés entre une institution financière et l'entreprise non financière à laquelle elle appartient, et que cela aggravera à la longue les problèmes de solvabilité de l'institution concernée. Ils s'inquiètent du fait qu'une institution financière contrôlée par des intérêts non financiers pourrait consentir à sa société mère des prêts qu'elle ne lui accorderait peut-être pas si elle ne lui appartenait pas. Ils reconnaissent qu'il existe aussi des risques de conflit d'intérêts dans le secteur bancaire – où il n'y a pas de liens avec des sociétés commerciales – étant donné que des dirigeants d'entreprises siègent souvent au conseil d'administration de la banque avec laquelle leur société fait affaire, mais prétendent, par contre, qu'un actionnaire puissant peut plus facilement influer sur les activités d'une institution qu'un particulier qui siège au conseil d'administration d'une banque.

Certains craignent également qu'une institution financière ne puisse désavantager les concurrents de l'entreprise à laquelle elle appartient et qu'elle puisse, sciemment ou non, utiliser de façon abusive l'information obtenue à la faveur des transactions avec ces concurrents. Ce genre de comportement pourrait être très coûteux, dans la mesure où il risque de nuire à la solvabilité de l'institution ou de donner lieu à un traitement inégal des clients. Étant donné le rôle particulier que jouent les institutions financières dans le maintien d'un système de paiement et l'offre de financement nécessaire pour soutenir l'activité économique de notre pays, cette situation pourrait être lourde de conséquences.

Ceux qui s'opposent aux liens entre sociétés commerciales et institutions financières prétendent qu'ils pourraient mettre en péril la stabilité du système financier, dans la mesure où des transactions abusives entre une institution financière et son associé commercial risquent de compromettre la solvabilité de l'institution. Ils font remarquer que ce danger est même plus grand quand il existe des filets de sécurité – assurance-dépôts et mécanismes de prêteur de dernier ressort – pour protéger les déposants et les institutions de dépôts. Selon eux, l'élimination des restrictions sur

ces liens équivaudrait à une extension des filets de sécurité aux entreprises commerciales associées. Toute difficulté financière éprouvée par la société mère risquerait de compromettre la stabilité de ses filiales du secteur financier et, par le fait même, deviendrait une préoccupation pour l'assureur. Dans ces conditions, il pourrait coûter moins cher de venir se porter à la rescousse de la société mère plutôt que de rembourser les déposants de l'institution financière qui est sa filiale. Voilà qui pourrait inciter les deux parties liées à s'engager dans des transactions abusives, étant donné que le coût d'une insolvabilité serait assumé par l'assureur ou le prêteur de dernier ressort (ce qu'on appelle souvent le « risque moral » de la protection). Enfin, les liens entre sociétés commerciales et institutions financières pourraient conduire à une concentration accrue des actifs et du pouvoir.

La disponibilité des services financiers dans les régions

Les Canadiens qui habitent à l'extérieur des provinces centrales se plaignent depuis longtemps qu'ils sont mal servis par leur système financier. Selon eux, ils ne peuvent avoir aussi facilement accès aux services financiers dont ils ont besoin que leurs concitoyens qui résident à proximité des grands centres de décision que sont Toronto et Montréal. Plus particulièrement, de nombreuses petites et moyennes entreprises des provinces de l'Atlantique et de l'Ouest estiment que leur situation est de loin inférieure à ce qu'elle serait en Ontario ou au Québec. Les initiatives de création d'institutions régionales visant à combler cette lacune ont échoué, les institutions mises sur pied dans l'Ouest durant les années 70 n'ayant souvent pas survécu à l'alternance de périodes de prospérité et de récession des économies de la région, qui sont très liées aux ressources naturelles. Certaines ont fait faillite, d'autres ont opté pour la fusion.

À cet égard, il est important de savoir que les retombées de la mondialisation et de l'innovation ont, jusqu'à maintenant, profité principalement aux grandes entreprises, aux gouvernements et à leurs organismes, et non aux petites entreprises et aux particuliers. De plus, les petites et moyennes entreprises hors des provinces centrales, à cause de leur éloignement de Bay Street et de la rue Saint-Jacques, contrairement à celles de l'Ontario et du Québec, sont probablement moins bien renseignées sur les nouveaux instruments et sur le fonctionnement des marchés mondiaux. La concentration croissante des activités financières internationales à Tokyo, Londres et New York contribue à éloigner davantage les centres de décision d'une partie non négligeable des usagers canadiens de services financiers. En outre, devant l'élimination des obstacles à la participation étrangère sur les marchés canadiens et la concurrence qui se fait de plus en plus vive sur les marchés mondiaux, les banques canadiennes pourraient bien réagir en affectant davantage de ressources au développement de leurs activités à l'étranger, particulièrement aux États-Unis. Dans ce cas, il se pourrait que les petites et moyennes entreprises des provinces de l'Atlantique et de l'Ouest reçoivent moins d'attention de la part des grandes institutions canadiennes, ce qui pourrait creuser l'écart de qualité entre les services financiers qui leur sont offerts et ceux dont disposent les entreprises opérant dans les régions centrales.

La prospérité des petites et moyennes entreprises, et en particulier de celles qui sont situées à l'extérieur de l'Ontario et du Québec, est importante pour l'économie dans son ensemble. Ces entreprises constituent environ 96 % du nombre des entreprises au pays et sont à l'origine de 96 % de la création nette d'emplois. Pour éviter que l'écart ne s'aggrave entre ces entreprises et les grandes sociétés, situées dans des régions plus centrales, nous formulons dans la Partie 4 des recommandations visant à favoriser la diffusion des avantages de l'internationalisation et de l'innovation auprès des petites et moyennes entreprises de tout le pays.

La solvabilité des institutions financières

La solvabilité n'a pas cessé de retenir l'attention ces dernières années. Alors que des sociétés financières en difficulté étaient restructurées et achetées par des institutions plus puissantes, plusieurs autres ont été acculées à la faillite, faisant perdre d'importantes sommes à leurs clients et imposant des coûts considérables à la Société d'assurance-dépôts du Canada et, en bout de ligne, aux contribuables canadiens.

La mondialisation et l'innovation financière ont sur la solvabilité des effets positifs et négatifs. Des effets positifs, car certains produits novateurs et d'autres qui en sont encore à l'étape de la conception pourraient améliorer la gestion du risque. Les faillites survenues dans l'Ouest du pays sont liées, en partie, à un manque de diversification des prêts accordés par les institutions en cause. L'utilisation de certains nouveaux instruments financiers pourrait permettre aux institutions régionales de diversifier plus facilement leur base d'actif et de dépasser les frontières de la région où elles consentent leurs prêts à l'origine. Ce faisant, elles renforceraient leur viabilité.

Mais cette évolution a aussi des effets moins favorables. La mondialisation et l'innovation ont contribué à accroître les risques en diminuant la transparence du système financier et en encourageant les investisseurs, les emprunteurs et

les institutions financières à assumer davantage de risques qu'ils ne l'auraient fait dans d'autres circonstances. En outre, la faillite de plusieurs institutions financières a soulevé de sérieuses questions quant à la qualité de la réglementation et de la supervision prudentielle exercées au Canada. Ces préoccupations au sujet de la solvabilité ne peuvent que s'accentuer dans un contexte où les transactions deviennent moins transparentes.

Une réglementation fragmentée

Une troisième question mise en évidence par l'internationalisation et l'innovation est le caractère fragmenté de la réglementation des institutions financières canadiennes. Le gouvernement fédéral et les provinces ont compétence exclusive sur certaines activités financières (par exemple, le secteur des banques incombe au gouvernement fédéral alors que les transactions sur valeurs mobilières sont de compétence provinciale) tandis que d'autres (comme les sociétés de fiducie et les compagnies d'assurance-vie) peuvent relever de l'un ou de l'autre palier, selon la juridiction où l'institution a été constituée en société. Différentes institutions peuvent souvent accomplir des fonctions essentiellement similaires, voire identiques (ainsi, les banques, les sociétés de fiducie et les caisses d'épargne et les caisses populaires acceptent toutes des dépôts) et, malgré tout, être régies par des lois et des instances de réglementation différentes. Par exemple, une institution pourra, par des liens de propriété ou par l'intermédiaire de sociétés de portefeuille, offrir divers services financiers dont chacun fera l'objet d'une réglementation particulière.

Il y a actuellement de nombreux domaines où l'on peut constater des différences dans les lois des 11 compétences qui réglementent un ou plusieurs aspects du secteur financier et dans celles qui régissent des catégories différentes d'institutions au sein d'une même compétence. Ainsi, le capital minimum exigé varie selon qu'il s'agit d'une banque de l'Annexe A, d'une banque de l'Annexe B, d'une société de fiducie à charte fédérale, d'une société de fiducie constituée dans la province de Québec, et ainsi de suite.

Les restrictions imposées à la propriété varient en outre selon la nature de l'institution et le territoire où elle a reçu sa personnalité juridique. En plus des différences relatives à la propriété en amont des institutions financières par des intérêts commerciaux et autres (dont nous avons déjà parlé), il existe des règles différentes concernant la propriété d'une institution financière par une autre. Par exemple, aux termes de la loi du Québec (et des propositions du gouvernement fédéral), une diversification interpiliers est permise par le contrôle en aval d'institutions financières; la loi ontarienne, par contre, limite le genre de filiales qu'une société de fiducie peut posséder.

Dans le domaine des placements, les banques à charte, les sociétés de fiducie et les caisses d'épargne et de crédit sont toutes des institutions de dépôt, mais elles ne peuvent toutes consentir dans la même mesure des prêts commerciaux ou personnels. À l'heure actuelle, les sociétés de fiducie et les compagnies d'assurance-vie à charte fédérale ne peuvent investir que dans des actions ou obligations de sociétés qui répondent à certains critères de qualité au moment de leur achat. Les modifications proposées aux textes de loi existants introduiraient la notion d'« investisseur prudent », en vertu de laquelle les critères de qualité seraient remplacés par l'obligation d'exercer une gestion prudente de l'ensemble du portefeuille. La loi québécoise qui régit les sociétés de fiducie et les compagnies d'assurance suit déjà la règle de l'« investisseur prudent ». La Colombie-Britannique s'engage également sur cette voie. En Ontario, la loi des sociétés de fiducie comporte une règle analogue, mais assortie d'une liste de placements admissibles.

Les transactions intéressées font également l'objet d'un traitement différent selon les compétences. En Ontario, elles sont purement et simplement interdites, tandis qu'au Québec, certaines seulement sont prohibées. La Colombie-Britannique entend être plus souple en autorisant toutes ces transactions privilégiées sous réserve qu'elles respectent la bonne pratique des affaires et qu'elles soient effectuées au prix du marché.

Devant tant de différences juridiques en ce qui concerne la propriété, les pouvoirs de placement, la capitalisation et le traitement des transactions privilégiées, les institutions financières qui désirent opérer dans plus d'une province doivent s'adapter à des lois différentes, souvent à grands frais.

Quand elles mettent en place l'encadrement des activités financières, les provinces cherchent à accroître les possibilités d'emploi et d'investissement sur leur propre territoire en appuyant la croissance des institutions financières locales. Les groupes La Laurentienne et Desjardins ont été les principaux bénéficiaires des modifications apportées aux lois du Québec. L'appui accordé par le Québec aux activités provinciales explique d'ailleurs le désaccord qui existe entre cette province et le gouvernement fédéral au sujet des liens entre sociétés commerciales et institutions financières; il explique aussi l'opposition que le Québec a manifestée dès le début à la mise en œuvre de l'accord de 1987 conclu entre l'Ontario et le gouvernement fédéral sur la réglementation du secteur des valeurs mobilières. Enfin, quelques provinces de l'Ouest ont accordé à leurs propres institutions provinciales

une grande liberté afin de favoriser leur participation au financement de l'activité économique locale.

S'il est vrai qu'il est coûteux, ce cadre fragmenté n'en a pas moins contribué la modernisation de la réglementation financière au pays. Dans de nombreux domaines, la province de Québec a pris la tête de cette évolution, particulièrement en ce qui concerne la modification du système de piliers pour permettre une plus grande diversification des activités des institutions financières.

Mais le monde financier s'étant radicalement transformé ces dernières années, nous croyons que la rivalité en matière de réglementation comporte des coûts et des risques encore plus grands qu'auparavant. Les entreprises canadiennes qui doivent supporter des coûts additionnels pour se conformer à des exigences réglementaires sensiblement différentes d'une région à l'autre du pays s'en trouvent financièrement pénalisées, sans compter que ces exigences risquent aussi de dissuader des institutions étrangères de s'établir au Canada. Mais, peut-être plus important encore, compte tenu de la rapide progression de l'internationalisation et de l'innovation, il se pourrait bien que les risques d'insolvabilité que comportent une réglementation et une supervision fragmentées soient plus grands qu'il y a quelques années à peine.

Vers une meilleure coopération entre les organismes de réglementation canadiens

Les différences de traitement juridique que nous venons d'illustrer ne seraient pas aussi préoccupantes si les diverses instances de réglementation collaboraient davantage. Cette collaboration devrait être axée sur une certaine rationalisation des exigences administratives relatives aux activités financières et à la solvabilité, mais également – et c'est tout aussi important – sur un échange d'information plus efficace et plus suivi.

La nature et le degré de coopération entre les autorités compétentes varient beaucoup. À l'exception d'une ou deux provinces, il semble y avoir un échange constant d'information entre les commissions provinciales de valeurs mobilières, et des efforts sont déployés pour harmoniser les exigences en matière d'inscription et de prospectus, ainsi que les règles de fonctionnement. À cet égard, l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières – une instance d'autoréglementation – joue un rôle d'unification à l'échelle du pays.

Les surintendants provinciaux des compagnies d'assurance se rencontrent à intervalles réguliers et, depuis quelques années, leur homologue fédéral se joint à eux. Mais ils concentrent leur attention sur des questions de surveillance et ne se préoccupent guère de l'harmonisation des règlements.

La coopération n'est pas aussi développée en ce qui touche la surveillance et la réglementation des sociétés de fiducie et des coopératives financières. La disposition relative au « traitement des pairs » de la loi de l'Ontario sur les sociétés de fiducie – qui prévoit que les établissements exerçant leurs activités en Ontario mais détenant une charte d'une autre province doivent se plier à certains règlements ontariens sur l'ensemble du territoire canadien – a irrité les autres provinces et pourrait bien avoir nui à la coopération dans certains cas.

La Société d'assurance-dépôts du Canada – l'organisme fédéral qui assure les dépôts des institutions à charte fédérale et des institutions à charte provinciale qui en sont membres – pourrait jouer en quelque sorte un rôle d'unification en tentant d'élaborer des normes uniformes (p. ex. pour la capitalisation et les ratios de solvabilité et de liquidité) pour les institutions de dépôt membres. Mais cela n'a pas encore été fait. En outre, pour procéder à l'examen des institutions assurées, la Société fait souvent appel à d'autres organismes de réglementation, ce qui fait que les inspections varient souvent d'une compétence à l'autre.

De façon plus générale, l'expérience récente montre que certains organismes hésitent à communiquer des renseignements, surtout sur des institutions qui connaissent des difficultés financières. Cette politique est dictée, d'une part, par ce qui est considéré comme une obligation juridique envers l'institution qui fournit les données financières sur ses activités et, d'autre part, par des craintes que l'information ne provoque une réaction exagérée. Comme nous l'avons vu, toutefois, une circulation inadéquate de l'information peut coûter très cher.

4 Pour relever le défi

Nous avons vu que la mondialisation et l'innovation financière ont progressé rapidement depuis le début des années 80. Elles se sont accompagnées d'un déplacement de l'activité du secteur bancaire traditionnel vers des opérations portant sur des titres. Elles ont créé de nouvelles possibilités pour les producteurs et les usagers de services financiers en ouvrant de nouveaux marchés, en augmentant la diversification des portefeuilles, en élargissant et en diversifiant l'assiette d'emprunt de nombreuses entreprises, en offrant de nouvelles perspectives d'expansion aux institutions financières et en permettant de mieux gérer les risques,

à la fois pour ceux qui ont besoin de protection et pour ceux qui veulent tirer profit de la prise de risques.

Il reste que la mondialisation et l'innovation financière ne sont pas sans danger. Pour bien des agents économiques, elles ont accru le risque de position associé aux fluctuations des taux de change et d'intérêt et elles ont créé de nouveaux risques de crédit. Mais ce qui est peut-être leur conséquence la plus grave, c'est qu'elles ont réduit la transparence des transactions financières, de sorte qu'il est très difficile de déterminer si le système financier international des années 80 est plus, ou moins, vulnérable que celui des années 60 ou 70. La coopération internationale qui permettrait de réduire les risques est plus développée dans le secteur bancaire que dans celui du commerce des valeurs mobilières, mais il reste encore beaucoup à faire.

Les emprunteurs canadiens, attirés par les prix avantageux et la diversification et la qualité de service qu'on y trouve, se sont de plus en plus tournés vers les marchés financiers internationaux. Toutefois, ils n'ont pas utilisé les nouveaux produits financiers dans la même mesure que les Américains ou les Européens (bien que l'expérience soit récente pour ces derniers). En outre, le processus de mondialisation et d'innovation financière n'a jusqu'à présent touché que les gros emprunteurs et les gros investisseurs. Le marché de détail en a été largement exclu, ce qui soulève d'importantes questions d'intérêt public quant à l'accessibilité des services financiers aux différents groupes de Canadiens.

Par ailleurs, les institutions financières canadiennes jouent un rôle moins important qu'on ne s'y attendait dans ce qui semblerait être leur créneau naturel. À l'échelle mondiale, elles perdent du terrain au profit de leurs concurrents, alors que les frontières canadiennes s'ouvrent aux banques et aux maisons de courtage étrangères. Ces deux dernières constatations illustrent à quel point la concurrence s'est intensifiée dans cette industrie qui s'internationalise de plus en plus; elles soulèvent des questions sur les mesures qui pourraient être nécessaires afin de renforcer la compétitivité des institutions canadiennes. Faut-il, par exemple, que ces institutions deviennent beaucoup plus grandes pour faire face efficacement à la concurrence, et peuvent-elles le faire sans mettre en péril la concurrence au Canada ? Faut-il puiser dans de nouvelles sources de capitaux pour financer l'expansion des sociétés financières canadiennes ? Où doit-on chercher ces nouvelles sources ?

Les forces à l'œuvre sur les marchés internationaux influent également sur la solvabilité des institutions du Canada et sur la stabilité de son système financier. En particulier, les craintes concernant la diminution de la transparence nous obligent à nous interroger sur le caractère morcelé de la réglementation actuelle au Canada et sur la coopération limitée entre ses instances de surveillance.

Ainsi, les forces créées par l'internationalisation et l'innovation financière se sont répercutées directement sur les trois grands facteurs d'efficacité déjà évoqués – à savoir la concurrence, l'accessibilité et la solvabilité. Ce qu'il faut, c'est rechercher, dans un contexte désormais planétaire, l'équilibre approprié entre, d'une part, la concurrence et l'accessibilité et, d'autre part, la solvabilité et la confiance que le système inspire aux agents économiques. Pour trouver cet équilibre, les nations devront faire un effort concerté, parce que les problèmes ne peuvent pas tous être résolus uniquement par des politiques intérieures. Par ailleurs, la réglementation interne du Canada a besoin d'être mise à jour. Avec ou sans coopération internationale, la mondialisation et l'innovation se poursuivront et les institutions, investisseurs et emprunteurs canadiens vont en ressentir les conséquences. Si les Canadiens ne parviennent pas à exploiter les avantages de ces changements et à réduire au minimum les coûts qu'ils entraînent, l'adaptation s'avérera plus pénible à long terme, notamment à cause du fait qu'une grande part des politiques nationales qui s'imposent ne découlent pas seulement de la situation à l'étranger, mais doivent également englober d'importantes questions canadiennes.

La plupart des recommandations du présent rapport de synthèse s'adressent aux gouvernements, mais certaines visent directement le monde de la finance proprement dit, les entreprises et, de façon plus générale, les investisseurs et les emprunteurs. Pour tirer parti des nouvelles occasions et pour réduire au minimum les risques qu'elles comportent, les gouvernements et le secteur privé doivent conjuguer leurs efforts.

Une des caractéristiques les plus notables de l'économie mondiale des années 80 est l'intensification de la concurrence internationale, plus particulièrement dans le nouvel espace financier. Dans le présent rapport, le Conseil se déclare favorable à cette évolution. La concurrence produit un grand nombre d'effets bénéfiques, notamment parce qu'elle favorise une plus grande efficacité des institutions et des marchés financiers, parce qu'elle élargit la gamme des services financiers offerts et qu'elle en réduit le coût. En conséquence, nos recommandations visent à faire profiter pleinement les marchés financiers canadiens de l'intensification de la concurrence mondiale.

Mais il faut aussi prendre conscience des dangers qui vont de pair avec une concurrence débridée. Il faut donc mettre en place des mécanismes qui assureront la solvabilité de nos institutions, renforceront la stabilité des marchés et

protégeront les intérêts des usagers des services financiers. Plusieurs de nos recommandations vont dans le sens de cet objectif.

Quelques-unes de nos recommandations, en particulier celles qui se rapportent à la comptabilisation ou à l'évaluation des risques, peuvent sembler plutôt techniques. Mais leur portée est beaucoup plus grande. Elles s'inscrivent en effet dans une nouvelle approche devant nous permettre d'évoluer dans le nouvel espace financier – l'industrie des services financiers devient de plus en plus planétaire – et leur formulation représente une étape indispensable de la recherche d'un équilibre entre la concurrence et la stabilité sur les marchés internationaux et nationaux. (Voir l'encadré à la page 36 pour un aperçu schématique de nos recommandations.)

Mesures à prendre au niveau national

La rationalisation de l'appareil réglementaire canadien

Pour être en mesure d'améliorer l'efficacité globale de son système financier, compte tenu de l'évolution récente du contexte national et international, le Canada doit commencer par mettre de l'ordre dans son système de réglementation.

L'évolution de la réglementation financière reflète le morcellement du pouvoir constitutionnel au Canada en ce qui concerne les questions financières. La rivalité que ce morcellement entretient entre les deux paliers de réglementation a probablement eu pour effet d'accélérer dans certains cas l'évolution dans ce domaine. Somme toute, nous avons ainsi hérité d'un système enrichi répondant bien à la multiplicité des besoins financiers des Canadiens.

Ce morcellement, toutefois, comporte un certain nombre de faiblesses. La rivalité des diverses instances est en effet coûteuse pour les institutions financières et empêche les sociétés constituées dans les différentes régions du Canada de se faire concurrence sur un pied d'égalité partout au pays. En outre, étant donné l'évolution récente du marché, on s'interroge de plus en plus sur la capacité des organismes de réglementation de faire respecter les normes de solvabilité. La forte augmentation du nombre d'intervenants étrangers sur le marché canadien, l'expansion des activités internationales des entreprises canadiennes, la multiplication des nouveaux instruments financiers et l'effet combiné de tous ces changements sur la transparence sont des facteurs qui inspirent certaines craintes.

Dans un tel contexte, l'absence d'échange d'information entre les divers organismes de supervision et une coordination insuffisante des mécanismes de supervision prudentielle font obstacle à une amélioration de l'efficacité du système financier canadien. Dans *Concurrence et stabilité* (1986), nous avions insisté sur l'urgence d'une harmonisation de la réglementation financière et de la coordination de la supervision prudentielle.

En tardant à agir sur ce plan, les Canadiens vont à contre-courant des tendances mondiales. Plusieurs blocs économiques régionaux s'ajustent en effet à la planétarisation des marchés financiers en harmonisant leurs systèmes nationaux de réglementation et de supervision dans le secteur financier. La Communauté européenne, par exemple, évolue rapidement vers un marché financier intégré, avec des règles communes qui régiront l'accès des institutions financières à ses marchés intérieurs constituants, l'inscription des entreprises en bourse, et l'exploitation d'institutions financières dans ses différentes compétences. À une échelle beaucoup plus réduite, six bourses australiennes ont fusionné en 1987 pour former l'*Australian Stock Exchange*. Ces bourses ne pouvaient plus se permettre de souffrir de rivalités internes; pour faire face à la concurrence de l'étranger, elles ont dû faire front commun. Les Canadiens se trouvent dans une situation analogue. Ils ne peuvent pas ne pas tenir compte de la concurrence étrangère, en particulier de celle des Américains et des Européens. C'est pourquoi

1 Nous recommandons que le gouvernement fédéral et les gouvernements provinciaux collaborent pour améliorer la compatibilité des différents systèmes de réglementation financière à l'échelle du Canada. Cette harmonisation devrait porter notamment sur des questions comme les pouvoirs de placement, la capitalisation requise, les transactions privilégiées et la distribution des produits financiers.

La réglementation financière n'est pas toujours compatible d'une compétence à l'autre ou d'une catégorie d'institutions à l'autre, quand ces institutions ont des opérations analogues mais sont régies par des lois distinctes, bien que relevant de la même compétence. Il existe dans le monde bien des modèles de réglementation financière, allant des régimes à compétences multiples aux systèmes relativement unifiés, voire unitaires (voir l'encadré à la page 37). Mais partout où la réglementation est fragmentée, la tendance actuelle est à la coordination et à l'harmonisation.

Le Canada a beaucoup à apprendre de l'expérience des autres pays industrialisés. Dans le contexte d'une planétarisation rapide, il lui faut se doter d'un appareil de réglementation et de supervision plus cohérent. Toutefois, les ententes constitutionnelles et les réalités politiques

Points saillants des recommandations

Sur la scène intérieure d'abord, nous proposons des mesures pour :

- *Rationaliser l'appareil réglementaire et renforcer la coopération.* Les mesures avancées ici visent principalement à remédier au manque de compatibilité qui existe au Canada entre les diverses compétences en matière de réglementation, ainsi qu'à la coopération insuffisante en matière de supervision prudentielle (recommandations 1 à 3). — Renforcement de la concurrence et amélioration de l'accessibilité et de la solvabilité

- *Éliminer au Canada les obstacles à la mondialisation.* Il s'agit notamment de supprimer les restrictions qui empêchent les caisses de retraite d'investir à l'étranger (recommandation 4).

- *Établir un cadre régissant l'entrée des institutions financières étrangères sur le marché canadien.* Il faut ici choisir entre le traitement national et la réciprocité (recommandation 5).

- *Renforcer les institutions financières canadiennes.* Il s'agit ici de trouver l'équilibre entre la taille minimale nécessaire à la compétitivité des institutions, et la concentration du marché et des actifs (recommandation 6).

- *Supprimer les obstacles à l'innovation et encourager le développement de la titrisation des prêts commerciaux.* Nous proposons notamment que la législation actuelle soit modifiée de façon à permettre explicitement l'utilisation des contrats à terme normalisés, des options et des swaps. Compte tenu du potentiel de titrisation des prêts commerciaux dans le financement des petites et moyennes entreprises et du développement régional, et compte tenu aussi des obstacles qui entravent actuellement la mise en place des instruments en question, les gouvernements devront peut-être adopter une attitude plus proactive dans ce domaine (recommandations 7 à 10).

Principalement, renforcement de la concurrence et amélioration de l'accessibilité

- *Renforcer la solvabilité des institutions financières en améliorant la divulgation de renseignements, de la capitalisation et de la supervision.* Cela suppose plus particulièrement un resserrement du traitement des engagements hors bilan et du risque de position, l'établissement de normes de capitalisation pondérées en fonction des risques pour toutes les institutions, l'obligation pour les institutions étrangères de fonctionner au Canada par l'intermédiaire de filiales et l'extension des filets de sécurité existants (recommandations 11 à 15). Nous reconnaissons que l'établissement de liens avec des sociétés commerciales pourrait, dans une certaine mesure, renforcer les institutions financières, mais, étant donné que l'expérience dans les autres pays ne permet pas de tirer de conclusion nette sur les effets de ces liens, nous estimons préférable de privilégier la stabilité des marchés (recommandation 16). — Amélioration de la solvabilité

À l'échelle internationale, nous proposons des mesures pour :

- *Saisir les occasions résultant de la mondialisation.* Cela suppose que le Canada négocie avec les autres pays et au sein des organismes internationaux l'élimination des derniers obstacles à la mondialisation (recommandations 17 et 18). — Renforcement de la concurrence et amélioration de l'accessibilité

- *Réduire les risques de la mondialisation et de l'innovation et accroître la transparence des systèmes financiers.* À cette fin, il faudra renforcer la coopération internationale en matière de supervision et mieux partager les responsabilités à cet égard – particulièrement dans le secteur du commerce des valeurs mobilières –, adopter des normes internationales de comptabilité (pour les postes au bilan comme pour les transactions hors bilan), et harmoniser les normes de capitalisation applicables aux banques et aux maisons de courtage internationales (recommandations 19 à 23). — Renforcement de la solvabilité

La réglementation à l'étranger

Les structures de réglementation en place au Japon, en France, au Royaume-Uni et aux États-Unis, ainsi que le régime proposé pour la Communauté européenne, vont du système unitaire au système à compétences multiples.

Au Japon, où le système est unifié, un seul ministère, celui des Finances, s'occupe de la réglementation des banques et des maisons de courtage, par l'intermédiaire de trois principaux bureaux qui jouissent d'une certaine autonomie et supervisent respectivement les affaires intérieures des banques, leurs affaires internationales et leurs opérations de change, et enfin les maisons de courtage.

La France a elle aussi un système plutôt unifié, où le ministère des Finances joue un rôle de premier plan dans la réglementation des banques et des bourses. La protection des investisseurs est assurée par la Commission des opérations de bourse, qui supervise les divulgations et s'occupe de questions particulières, comme les opérations d'initiés. La Chambre Syndicale, qui est l'organe exécutif de la Compagnie des agents de change, est chargée d'assurer le fonctionnement ordonné des marchés, d'appliquer la réglementation et de gérer le fonds de compensation créé pour protéger les clients des entreprises membres. En 1988, une commission gouvernementale (la Commission Deguen) a recommandé qu'un comité conjoint du ministère des Finances, de la Banque de France, de la Commission des opérations de bourse et des chambres de compensation soit chargé d'analyser les rapports entre les divers secteurs des marchés financiers français afin de veiller à ce que leur réglementation soit conséquente.

Au Royaume-Uni, les maisons de courtage et les banques relèvent de deux ministères différents, celui du Commerce et de l'Industrie, et celui du Trésor. Sous la direction générale du Trésor, la Banque d'Angleterre fixe les règles et supervise les banques et autres institutions opérant sur le marché monétaire de gros. Les maisons de courtage sont supervisées par des organismes d'autoréglementation qui rendent compte de leurs activités à la *Securities Investment Board* (SIB), laquelle relève du ministère du Commerce et de l'Industrie. Toutefois, le concept récemment établi de « premier réglementateur » a précisément pour objet d'éviter qu'il y ait duplication entre autorités de tutelle et d'assurer une certaine uniformité, la Banque d'Angleterre assumant la responsabilité des banques et la SIB celle des maisons de courtage. Pour les fins de supervision des activités de courtage des banques, la Banque d'Angleterre applique les règles de la SIB.

À l'autre extrême, les États-Unis et la Communauté économique européenne sont des exemples de systèmes à compétences multiples. Aux États-Unis, les activités bancaires et les activités de courtage relèvent de deux compétences distinctes. Les banques elles-mêmes sont assujetties à un système bicéphale relevant des États et du gouvernement fédéral. Des instances comme le *Federal Comptroller of the Currency*, la Banque de réserve fédérale (*Federal Reserve Bank*), la *Federal Deposit Insurance Corporation* et les bureaux de réglementation des banques des États s'occupent tous du contrôle et de la réglementation des banques. Par ailleurs, l'organisme de réglementation de la plupart des activités de courtage est la *Securities and Exchange Commission* (SEC), qui agit au niveau fédéral. Les différentes bourses jouent elles-mêmes un rôle dans ce domaine, et la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) réglemente les contrats à terme normalisés sur devises et sur taux d'intérêt. Les États contrôlent l'enregistrement des courtiers, la délivrance des licences de vente de titres et la prévention des fraudes. Le rapport du groupe de travail présidentiel sur les mécanismes de marché (le Rapport Brady), sur le krach boursier d'octobre 1987, a recommandé l'établissement de liens structurés entre la Banque de réserve fédérale, la SEC, la CFTC et les bourses. De plus, on note une tendance à l'unification et à la consolidation de la supervision prudentielle et de la réglementation pour faire face aux graves difficultés financières rencontrées par les institutions d'épargne et de prêts. Le *Federal Home Loan Bank Board*, l'organisme qui réglemente ces institutions, a été placé sous la responsabilité directe du Trésor. La *Federal Savings and Loan Insurance Corporation* – l'assureur des dépôts dans les institutions d'épargne – a été rattachée à la *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), qui assure les dépôts dans les banques. Et la FDIC a assumé la gestion d'un certain nombre d'institutions d'épargne qui font face à de graves difficultés financières.

La Communauté économique européenne a vécu une expérience intéressante. Tant que ses dirigeants adhéraient aux principes de l'uniformité et de la centralisation, conformément aux principes du Traité de Rome de 1957, il ne s'est pas passé grand-chose, parce que chaque pays estimait que son système était le meilleur et qu'il était impossible de s'entendre sur un système commun. La situation a commencé à changer avec l'adoption de l'Acte unique européen, en 1985, qui a marqué le passage à un objectif « d'harmonisation minimale » et de « reconnaissance mutuelle ». Cette nouvelle approche repose sur une reconnaissance de l'individualité de chaque pays membre. Elle a mené à l'établissement de normes minimales – niveaux de capitalisation uniformes pondérés en fonction des risques, ratios de liquidité et de solvabilité – mais elle admet des pouvoirs d'investissement différents et reconnaît l'organisme de réglementation de la compétence où la société est constituée.

canadiennes sont telles – chaque compétence préservant ses prérogatives et ses institutions – qu'il y a dans la pratique des obstacles réels à la réalisation d'un objectif comme celui-là. Ainsi, en dépit des tentatives du gouvernement fédéral et des pressions de certains organismes de réglementation provinciaux et de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières, une commission nationale des valeurs mobilières n'a jamais vu le jour. L'établissement de l'Association canadienne des paiements ne s'est pas fait sans difficultés, étant donné que beaucoup y ont vu une menace voilée de prise de contrôle par les autorités fédérales. Cela dit, il existe des difficultés pratiques et politiques analogues en Europe. Avec ses 10 provinces, en effet, le Canada ne diffère guère, à certains égards, de l'Europe des Douze. Les principes de l'harmonisation minimale et de la reconnaissance mutuelle, que la CEE met en application, pourraient s'appliquer tout aussi bien au Canada. Nous entendons ici par harmonisation une entente sur des principes généraux qui permettraient aux institutions financières de fonctionner d'un océan à l'autre conformément à des normes de sécurité mutuellement reconnues, mais permettraient par ailleurs aux provinces de préserver des particularités juridiques répondant à des besoins locaux.

L'harmonisation des règlements relatifs aux pouvoirs d'investissement, à la capitalisation minimale, aux transactions privilégiées et à la distribution des produits financiers accorderait d'égales possibilités concurrentielles à toutes les entreprises financières, quelles que fussent la compétence dont elles relèveraient ou la catégorie à laquelle elles appartiendraient. Ainsi, une société de prêts hypothécaires ontarienne pourrait rivaliser à armes égales avec une société de fiducie québécoise. Un accord sur des normes minimales assurerait que personne ne pourrait prendre des risques excessifs ou se livrer à des activités frauduleuses en profitant de failles dans les systèmes de réglementation.

La coordination est particulièrement impérieuse au niveau de la supervision prudentielle. L'existence de critères différents et l'absence de systèmes d'échange d'information pourraient causer des pertes aux investisseurs, perturber le fonctionnement efficace du système financier et miner la confiance dans l'intégrité de ses membres. Par conséquent,

2 Nous recommandons que le gouvernement fédéral et les gouvernements provinciaux coordonnent la supervision prudentielle des institutions financières canadiennes.

Dans un premier temps, il suffirait simplement que les différentes compétences échangent de l'information. Par information, il faut comprendre ici les résultats des examens réguliers et spéciaux des institutions effectués directement par les organismes de supervision ou en leur nom; les modifications des conditions d'enregistrement; et les mesures judiciaires ou disciplinaires prises contre une institution quelconque.

Un accord sur l'échange d'information ne sera pas facile à réaliser. Il faudra que chacune des compétences apprenne à faire confiance aux autres, qu'elle soit convaincue que l'information sera utilisée de façon convenable et qu'elle sera de la qualité voulue. À cet égard, une entente signée en octobre 1988 par les quatre provinces de l'Ouest a établi des critères d'échange d'information sur les institutions financières, et touchait ainsi directement à la question de la confiance. Ce document a servi de base à une entente conclue entre toutes les provinces en janvier 1989.

Il faudrait aussi que les organismes de réglementation aient confiance en la qualité de la supervision prudentielle de leurs homologues. C'est pourquoi la coordination ne peut se limiter à l'échange d'information; elle doit s'étendre à la normalisation des critères de la solvabilité financière, à la mise en place de systèmes de préalerte, aux normes de capitalisation et à l'examen des entreprises financières.

Pour faciliter la mise en œuvre des deux premières recommandations,

3 Nous recommandons la création d'une organisation structurée regroupant les diverses instances de réglementation provinciales et fédérales et où seraient notamment représentés le Bureau fédéral du Surintendant des institutions financières, la Banque du Canada, les commissions de valeurs mobilières provinciales et les organismes de réglementation provinciaux, afin de coordonner la supervision prudentielle des institutions financières canadiennes et les efforts d'harmonisation de la réglementation financière à travers le pays.

Il existe déjà certains mécanismes de coopération structurée. Nous avons déjà traité de ce qui se fait dans les secteurs de l'assurance-vie et des valeurs mobilières. Il y a aussi l'entente intergouvernementale sur l'échange d'information, dont nous venons de parler. Mais ces mécanismes ne sont pas encore solidement implantés et ils ne couvrent pas tous les secteurs de l'activité financière. En outre, il n'existe pas de liens structurés entre les organismes de réglementation des principales fonctions : par exemple, aucun mécanisme n'est dûment établi pour réunir les organismes de réglementation des banques et ceux des maisons de courtage.

L'organisation proposée offrirait un forum où les organismes de réglementation se rencontreraient périodiquement. Ses efforts seraient appuyés par divers comités, qui auraient pour objectif de coordonner la supervision

prudentielle des institutions financières, qu'elles soient constituées en sociétés en vertu d'une charte fédérale ou provinciale, ou qu'elles appartiennent à des intérêts canadiens ou étrangers. Ces comités se consacreraient aussi à l'établissement d'un cadre de réglementation à harmonisation minimale propre à faciliter une surveillance coordonnée et à fournir aux institutions d'égales possibilités concurrentielles d'un océan à l'autre, comme nous le préconisons dans la recommandation 1.

Autrement dit, cette organisation est le mécanisme grâce auquel le système de réglementation canadien pourrait progresser vers une formule d'« harmonisation minimale » et de « reconnaissance mutuelle ». C'est la solution qui s'impose puisqu'elle permet d'éviter les querelles constitutionnelles longues et coûteuses qui accompagneraient inévitablement toute tentative d'établissement d'un système unitaire. Elle laisserait aussi aux autorités de tutelle suffisamment de liberté pour élaborer des formules de réglementation novatrices.

Forts d'un régime de réglementation conséquent et d'un appareil de contrôle plus uniforme, les Canadiens seraient mieux armés pour tirer parti des occasions créées par la mondialisation des marchés et par l'innovation financière, pour améliorer la concurrence et l'accès aux marchés et pour renforcer la solvabilité des institutions financières opérant au Canada.

L'amélioration de la concurrence et de l'accès

La concurrence et l'accès à l'intérieur du système financier canadien peuvent aussi être améliorés par :

- l'abolition des dernières barrières qui font obstacle à la participation des Canadiens aux marchés internationaux;
- l'ouverture des marchés canadiens aux sociétés étrangères;
- le renforcement des institutions canadiennes; et
- une participation accrue au processus d'innovation financière.

L'élimination des obstacles à la mondialisation

La première étape à franchir pour saisir les avantages potentiels de la mondialisation consiste à éliminer les restrictions qui empêchent encore les institutions financières canadiennes d'investir à l'étranger (en particulier les caisses de retraite) et à encourager l'enregistrement au Canada de transactions internationales.

Investissement à l'étranger par les caisses de retraite — Au Canada, les régimes de pension privés, qui comprennent les caisses de retraite en fiducie et les régimes enregistrés d'épargne-retraite, ne peuvent actuellement investir au-delà d'un certain plafond dans des titres étrangers, en vertu de la *Loi de l'impôt sur le revenu*, qui impose une pénalité sur la portion des investissements à l'étranger excédant 10 % de la valeur comptable des actifs de la caisse investisseuse, quoiqu'elle permette le dépassement de cette limite de 10 % de trois dollars pour chaque dollar investi dans des sociétés de capital-risque. Les caisses de retraite sont non seulement très riches (tableau 6), mais elles sont aussi d'.importants investisseurs dans les titres de sociétés. À la fin de 1988, les caisses de retraite en fiducie détenaient des actions de sociétés d'une valeur totale de 34 milliards de dollars, ce qui correspond à quelque 11 % de toutes les actions détenues par des Canadiens et à environ 41 % de toutes les actions détenues par des sociétés et des institutions canadiennes. Ces caisses possédaient aussi des obligations de sociétés d'une valeur de 10,6 milliards de dollars, soit environ 11 % du montant total des obligations en cours.

Vingt-cinq pour cent des actifs des caisses de retraite en fiducie sont investis dans des actions ordinaires de sociétés canadiennes, 8 % dans des obligations de sociétés canadiennes et 6 % dans des actions de sociétés non canadiennes. Le reste est investi principalement dans des hypothèques et des titres d'État. Presque tous les éléments d'actif étrangers sont des actions. En raison des critères de qualité des règles d'investissement des caisses de retraite, qui limitent leurs investissements aux meilleurs titres, et en raison de la taille réduite de l'économie canadienne, les caisses de retraite canadiennes ont du mal à diversifier leurs portefeuilles d'actions en n'investissant que dans des titres canadiens. En conséquence, plusieurs d'entre elles investissent au maximum dans des titres étrangers; c'est particulièrement le cas des caisses de retraite des sociétés d'État fédérales et des grandes entreprises.

Cette restriction qui limite leurs possibilités d'investissement à l'étranger est coûteuse pour les régimes de retraite et, en bout de ligne, pour leurs membres et leurs répondants, dans la mesure où elle les empêche de diversifier leurs portefeuilles à l'échelle internationale afin d'obtenir le plus haut rendement (pondéré selon les risques) possible. En outre, elle ne contribue pas vraiment à l'amélioration du financement des sociétés canadiennes qui ont le plus besoin de capitaux extérieurs. En effet, étant donné les critères de qualité qu'ils doivent respecter, les régimes de retraite

Tableau 6

Actifs, activités principales et activités à l'étranger de certaines institutions financières du Canada, 1987

	Actif en fin d'année	Activités principales	Présence sur les marchés internationaux
	En millions de dollars canadiens		
Banques à charte[1] canadiennes	369 304	Dépôts Prêts (personnels, commerciaux, hypothécaires) Financement import-export	Importante
Filiales étrangères	43 229	Dépôts Prêts (hypothécaires et commerciaux) Financement import-export	Importante par l'intermédiaire de leur banque mère
Sociétés de fiducie	89 958	Services de fiducie Dépôts Prêts (hypothécaires et, dans une certaine mesure, personnels)	Limitée à quelques-unes
Coopératives de crédit	68 643	Dépôts Prêts	Nulle
Sociétés de prêts hypothécaires	77 460	Prêts hypothécaires Dépôts	Nulle
Compagnies d'assurance-vie	120 224	Assurance-vie (individuelle et collective) Rentes Prêts hypothécaires Investissement dans les titres des gouvernements et des entreprises	Importante
Régimes de pension en fiducie[2]	142 110	Régimes de pension Investissement dans les hypothèques	Limitée
Sociétés de placement[3]	29 165	Placements	Limitée
Compagnies d'assurance de biens et de personnes	25 341	Assurance des biens Assurance des personnes	Limitée
Sociétés financières	20 191	Prêts Prêts-bail financiers	Nulle
Maisons de courtage	14 732	Courtage et souscription Un peu de dépôts	Importante

1 Le chiffre représente les actifs mondiaux des banques, mais ne comprend pas les actifs des sociétés de prêts hypothécaires liées aux banques de l'Annexe A.

2 Les actifs sont indiqués selon la valeur comptable pour les régimes des secteurs privé et public.

3 Cette catégorie comprend les fonds mutuels et les sociétés d'investissement à capital fixe.

SOURCE Statistique Canada, *Statistiques financières*, 2e trimestre, 1988; Banque du Canada, *Revue de la Banque du Canada*, décembre 1988; et *Supplément de la Gazette du Canada*, Partie 1, 27 février 1988.

investissent généralement dans de grandes sociétés, qui jouissent d'un accès relativement facile aux marchés internationaux des capitaux et qui, par conséquent, ont très peu de difficulté à obtenir le financement dont elles ont besoin. Les fonds des caisses de retraite ne sont généralement pas accessibles aux entreprises dont les possibilités de financement sont plus limitées.

L'élimination de la limite de 10 % n'amènerait pas nécessairement les régimes de retraite à réduire la proportion de leur actif investie dans des titres canadiens, en les échangeant pour des valeurs étrangères. L'expérience des États-Unis et du Royaume-Uni, où les caisses de retraite ont à peu près toute latitude pour investir à l'étranger, est révélatrice de ce qui pourrait se produire quand les restrictions imposées aux régimes canadiens seront abolies. Les caisses de retraite des États-Unis et du Royaume-Uni ont investi près de la moitié de leurs actifs en actions, comparativement à 25 % pour les régimes canadiens. Aux États-Unis, les caisses de retraite investissent très peu à l'étranger, sans doute parce qu'elles peuvent diversifier leurs portefeuilles à l'intérieur de leur pays. Par contre, les caisses de retraite de Grande-Bretagne détiennent environ 15 % de leurs actifs en titres étrangers, peut-être parce que la taille réduite de l'économie britannique ne leur offre pas autant de possibilités de se diversifier sur les marchés intérieurs. Étant donné que l'économie canadienne est de taille plus réduite encore que l'économie britannique, l'élimination de la limite d'investissement à l'étranger pourrait bien encourager les régimes de retraite canadiens à investir davantage que les caisses du Royaume-Uni dans des titres étrangers, aux dépens de leurs investissements dans des obligations du gouvernement et des hypothèques.

Manifestement, la limite de 10 % ne peut plus être justifiée par la nécessité d'assurer le financement par actions des sociétés canadiennes. Il reste que l'abolition de la limite actuelle serait un changement important qu'il conviendrait d'introduire graduellement et qui devrait être accompagné d'autres mesures permettant aux administrateurs des régimes de retraite de gérer avec prudence leurs investissements croissants à l'étranger. En conséquence,

4 Nous recommandons que la *Loi de l'impôt sur le revenu* soit modifiée pour éliminer graduellement les limites qui s'appliquent aux investissements des caisses de retraite à l'étranger, et que les conséquences de cette libéralisation soient évaluées périodiquement.

Des investissements importants des régimes de retraite à l'étranger rendraient nécessaires des mesures de couverture contre les fluctuations des taux de change, étant donné que leurs obligations sont libellées en dollars canadiens. La plupart des régimes de retraite canadiens ne se servent pas pour le moment des options et des contrats à terme normalisés. S'ils devaient conserver cette politique dans un contexte réglementaire plus souple, la diversification internationale de leurs portefeuilles pourrait s'en trouver grandement limitée ainsi que les avantages qui s'y rattachent. Au Royaume-Uni, les caisses de retraite, qui investissent beaucoup dans des titres étrangers, se servent de certains nouveaux instruments financiers, et particulièrement des contrats à terme sur taux d'intérêt, pour se protéger contre les fluctuations des taux de change. Elles ont aussi recours aux contrats à terme normalisés et aux options. Autrement dit, pour que les régimes de retraite canadiens tirent pleinement parti de l'abolition de la règle des 10 %, il faudrait aussi les autoriser à utiliser ces instruments de couverture.

Certains s'inquiètent de l'impact de l'abolition de la règle des 10 % sur les marchés financiers. À cet égard, il convient de noter que les recettes annuelles nettes des caisses de retraite en fiducie (soit en moyenne un peu plus de 12 % de l'actif) sont telles que beaucoup d'entre elles pourraient accroître, chaque année, leurs placements à l'étranger sans avoir à vendre des actifs qu'elles détiennent actuellement. En outre, si le fait d'investir à l'étranger amène les régimes de retraite à canaliser vers l'extérieur des capitaux qu'ils auraient mis autrement à la disposition d'emprunteurs canadiens, ceux qui seront privés de cet argent seront vraisemblablement des grandes sociétés, voire des gouvernements, qui ont eux-mêmes déjà accès aux marchés internationaux. Il reste qu'à très court terme, certains emprunteurs sur le marché obligataire national – le gouvernement fédéral, en particulier – pourraient se trouver pénalisés. C'est pourquoi nous suggérons que la limite soit relevée graduellement, c'est-à-dire de 2 à 3 points de pourcentage par an. Les conséquences de ce relèvement devraient être évaluées chaque année et analysées en profondeur par le ministère des Finances quand le plafond aura atteint de 20 à 25 %.

L'élimination de la limite de 10 % ne devrait pas être considérée comme un moyen d'accroître l'investissement dans les titres des entreprises associées aux sociétés qui sont les répondants des régimes de pension. En vertu des règlements actuels, les fonds de pension ne peuvent en général investir plus de 10 % de leur actif dans des titres négociables de leur répondants et de ses affiliés, canadiens et étrangers. En outre, les règlements intérieurs adoptés par de nombreux fonds de pension interdisent tout investissement dans les titres de l'entreprise qui en est le répondant ou de ses filiales.

Centres bancaires internationaux — Une autre mesure qui permettrait au Canada de bénéficier de la mondialisation serait d'encourager les institutions à inscrire leurs affaires internationales au Canada. Le lieu où les opérations internationales se font a souvent été dicté par le système

d'imposition applicable dans tel ou tel pays, ce qui comprend bien entendu l'impôt et les exemptions d'impôt. Dans un monde où les activités sont de plus en plus intégrées à l'échelle mondiale et où les institutions financières se font concurrence en tirant parti de leurs avantages comparatifs, la fiscalité peut être un facteur de distorsion, particulièrement quand le système sert à subventionner certaines activités en les exonérant de l'impôt sur le revenu et sur d'autres sources de richesse. De nombreux pays octroient des subventions indirectes de ce genre aux institutions financières implantées sur leur territoire, pour leurs opérations internationales. Cela a pour effet de masquer les avantages comparatifs. La solution idéale serait d'abolir ces subventions indirectes, mais nous sommes bien loin d'y arriver. Il est donc compréhensible que le Canada tente d'offrir des avantages financiers équivalents à ceux qu'offrent les autres pays pour attirer ou pour conserver ce genre d'activités.

Les centres bancaires internationaux, dans lesquels les revenus générés par les opérations internationales sont exonérés d'impôt, offrent précisément des subventions de ce genre. Le gouvernement fédéral a modifié la *Loi de l'impôt sur le revenu* pour permettre la désignation de Vancouver et de Montréal comme centres bancaires internationaux (CBI). Selon la définition – limitée – qu'en donne le gouvernement fédéral, les institutions des deux villes peuvent accepter des dépôts de personnes ne résidant pas au Canada et leur consentir des prêts sans payer d'impôt fédéral sur les profits résultant de ces opérations; néanmoins, les profits des opérations de courtage, des lettres de crédit et de l'échange de devises sont imposables. Mais le Québec et la Colombie-Britannique ont une conception plus large des centres bancaires internationaux. Par exemple, le Québec est allé au-delà des concessions fédérales en éliminant entre autres choses l'impôt provincial sur les gains en capital, sur les bénéfices des sociétés ainsi que sur le revenu des employés liés aux opérations financières internationales réalisées à Montréal.

Le Canada a accepté le concept des CBI, mais la loi actuelle ne permet pas d'en établir ailleurs qu'à Montréal et à Vancouver. Il est donc probable que des occasions se perdent. Jusqu'à présent, il n'y a eu que peu d'activités nouvelles engendrées à Montréal ou à Vancouver, contrairement à ce qui se passe aux États-Unis, où le gouvernement fédéral n'impose aucune restriction à l'établissement de services bancaires internationaux (SBI), analogues aux CBI. En 1987, plus de la moitié des actifs extérieurs des banques américaines étaient enregistrés dans des SBI. Dans un contexte plus souple, où l'on pourrait établir des centres financiers internationaux n'importe où au Canada, les forces du marché en feraient créer plusieurs dans d'autres agglomérations.

Selon ceux qui favorisent l'établissement de ces centres n'importe où au pays, les banques les situeraient là où leur fonctionnement serait le plus efficace, et les Canadiens en retireraient ainsi le maximum d'avantages. Étant donné que la plupart des activités internationales des banques canadiennes sont centrées à Toronto, il est fort probable que l'impératif de l'efficacité attirerait les CBI vers cette ville. Aux États-Unis, 80 % de l'actif des SBI se trouve à New York.

Toutefois, l'établissement de CBI à Montréal et à Vancouver a une valeur symbolique qui renforce les activités financières dans ces centres. Pour un pays aussi étendu que le Canada, il importe d'avoir des centres financiers régionaux solides, et l'idée de confiner les CBI à Montréal et à Vancouver est une façon d'appuyer cet objectif. En outre, comme les télécommunications modernes permettent de transmettre des données sur de très grandes distances, la perte d'efficacité découlant de cette restriction n'est peut-être pas considérable.

Étant donné que les CBI sont tout récents au Canada, il faudra attendre quelque temps avant de pouvoir juger de leur efficacité.

L'entrée des institutions étrangères sur le marché canadien

Pour maximiser les avantages de la mondialisation, il ne suffit pas de rapatrier des activités internationales réalisées à l'étranger et d'en attirer de nouvelles. Il faut aussi permettre à des institutions étrangères de se lancer sur les marchés canadiens, tout en facilitant l'accès des institutions canadiennes aux marchés étrangers. Par conséquent,

5 Nous recommandons que le « droit d'établissement » soit accordé à toutes les institutions financières étrangères, dans tous les secteurs de l'industrie financière, sous réserve que les institutions canadiennes jouissent d'un accès comparable aux marchés du pays d'origine de ces institutions. Les institutions étrangères ayant des activités au Canada et les institutions canadiennes ayant des activités à l'étranger devraient faire l'objet du traitement national. Toutefois, des limites et des exceptions au traitement national pourraient être imposées dans les cas où elles seraient justifiées par des préoccupations relatives à la stabilité du système financier et à l'application des politiques intérieures. Ces limites devraient faire l'objet de négociations avec les pays intéressés.

Les activités des institutions étrangères sur les marchés intérieurs peuvent être régies par deux approches différentes, celle du « traitement national » et celle de la « réciprocité ».

Dans le premier cas, les institutions étrangères opérant dans un pays donné doivent être soumises au même traitement que les entreprises du pays en question. Le concept du traitement national est utilisé par l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), dans son code des investissements internationaux; il sous-tend aussi l'Accord de libre-échange entre le Canada et les États-Unis, et il guide en général le gouvernement canadien dans ses négociations avec les autres pays.

En vertu du principe de réciprocité, deux pays conviennent que chacun autorisera les institutions financières de l'autre à opérer sur son territoire dans des conditions aussi favorables que celles qu'il accorde à ses propres institutions. Étant donné que la réciprocité, par définition, repose sur des accords bilatéraux (du moins, au début), il se pourrait qu'elle donne lieu, au Canada, à des situations où des institutions analogues de pays différents pourraient avoir des pouvoirs différents et opérer dans des secteurs différents de l'industrie financière canadienne, selon les pouvoirs accordés aux institutions canadiennes dans leur pays d'origine. Interprété de façon étroite, le concept de réciprocité signifierait que les banques japonaises ne seraient pas autorisées à se lancer dans des opérations de courtage au Canada, tandis que les banques britanniques et allemandes de l'Ouest, elles, le seraient. Il s'ensuit que l'administration de la réciprocité pourrait rendre plus complexe le processus de supervision prudentielle. Par contre, en vertu du principe du traitement national, les institutions financières canadiennes risqueraient de ne pas pouvoir se livrer à toutes les activités auxquelles les institutions étrangères pourraient s'adonner sur les marchés canadiens.

Le concept du traitement national semble souvent injuste à première vue, surtout lorsque la réglementation canadienne est plus libérale que celle des marchés étrangers. Ainsi, l'Accord de libre-échange canado-américain, qui repose sur le principe du traitement national, accorde aux filiales canadiennes d'entreprises américaines des pouvoirs plus étendus, particulièrement dans le domaine du courtage des valeurs mobilières, que leurs sociétés-mères n'en ont dans leur propre pays. Cela revient à dire que les sociétés financières canadiennes qui se lanceront sur le marché américain y subiront plus de restrictions que les firmes américaines qui viendront traiter sur les marchés canadiens. Il reste que la tendance récente a été favorable à une certaine convergence ou, à tout le moins, à une harmonisation de la réglementation. Ainsi, la *Loi Glass-Steagall* s'affaiblit lentement. Par exemple, dans une décision rendue en janvier 1989, la Banque de réserve fédérale a autorisé cinq grands holdings bancaires américains à avoir des opérations limitées de souscription de titres et de courtage; cette décision est entrée en vigueur immédiatement pour les obligations de sociétés et s'appliquera également, après réexamen en janvier 1990, aux actions. Les banques canadiennes devraient pouvoir obtenir un traitement analogue en faisant la demande à la Banque de réserve fédérale.

Avec une plus grande harmonisation internationale de la réglementation, la différence entre les concepts de traitement national et de réciprocité s'estompe. La réciprocité semble être un meilleur instrument de négociation, mais le traitement national a le mérite d'être beaucoup plus facile à appliquer et de reconnaître les avantages unilatéraux, en matière d'accès et de concurrence, de l'entrée d'institutions étrangères sur les marchés intérieurs.

L'arrivée d'institutions étrangères est profitable pour les investisseurs et les emprunteurs canadiens, et l'accès aux marchés étrangers que les institutions canadiennes obtiennent en retour se révélera très utile pour leur expansion future. En définitive, le nouveau régime comporterait l'échange du traitement national, autrement dit la « réciprocité du traitement national ». Les institutions financières étrangères ne seraient autorisées à s'établir au Canada que si leur pays d'origine autorise les institutions canadiennes à s'implanter sur ses marchés et s'il est disposé à leur accorder le même traitement qu'à ses propres institutions.

La réciprocité d'entrée, voire le « traitement national réciproque », est une politique de bien des pays. La France et l'Allemagne de l'Ouest, par exemple, l'exigent avant d'autoriser une banque étrangère quelconque à entrer sur leurs marchés. C'est aussi une condition que les pays n'appartenant pas à la CEE devront satisfaire pour que leurs institutions soient admises, après 1992, sur le marché européen unique, que se soit dans le domaine des banques, du courtage ou des assurances.

L'obligation d'accorder le traitement national ne signifie pas que le traitement doit être le même à tous égards. L'une des parties peut accorder aux institutions de l'autre un traitement différent pour des raisons légitimes, telles que la protection des consommateurs ou le contrôle national d'une industrie névralgique.

À l'heure actuelle, si le Canada permet l'entrée d'institutions étrangères dans le secteur bancaire, celui du courtage et celui des assurances, on ne peut véritablement parler de traitement national. Les actifs des filiales de banques étrangères non américaines sont limités à 12 % de l'actif total des banques canadiennes; les ressortissants d'autres pays que les États-Unis, collectivement, ne peuvent être propriétaires de plus de 25 % du capital-actions des banques figurant à l'Annexe A et des compagnies d'assurance-vie canadiennes; en outre, les banques étrangères (non américaines) doivent

obtenir une autorisation ministérielle pour ouvrir plus d'une succursale.

L'entrée des institutions étrangères comporte des avantages pour les Canadiens. Il est possible de maintenir des institutions canadiennes fortes sans qu'il soit nécessaire d'imposer des contraintes à l'entrée des institutions étrangères qui réduiraient ces avantages. En outre, en limitant le traitement national, on risquerait de dissuader les institutions financières étrangères d'effectuer au Canada les investissements nécessaires pour renforcer la concurrence et introduire de nouveaux instruments et procédés financiers. L'élimination de ces restrictions au traitement national devrait toutefois, à notre avis, faire l'objet de négociations bilatérales avec chacun des pays intéressés.

Le renforcement des institutions canadiennes

La taille est souvent considérée comme une condition de compétitivité. Plus l'entreprise est grande, plus son bassin de capitaux sera, en général, vaste et plus elle sera capable d'assumer des risques. Les grandes entreprises ont aussi davantage de possibilités de diversifier leur actif et leur passif et une plus grande capacité de distribution et de placement d'émissions de titres. Elles se maintiennent enfin plus solidement sur les marchés quand la concurrence se fait plus farouche et que les marges de profit rétrécissent.

Par ailleurs, les autorités craignent souvent que la formation de grandes institutions financières n'aboutisse à une concentration du pouvoir et des marchés. Pourtant, la concentration ne peut être évaluée du seul point de vue intérieur. En effet, un système financier concentré sur le plan national, mais ouvert à la concurrence d'institutions étrangères, peut se comporter comme une industrie compétitive. En s'attachant trop au degré de concentration des marchés intérieurs, les responsables des politiques risquent de miner l'aptitude des institutions du pays à faire face à la concurrence internationale et à offrir à leurs clients une vaste gamme de services financiers sur les marchés intérieurs. C'est pourquoi

6 Nous recommandons que les organismes de réglementation, dans leur évaluation du niveau de concurrence et de concentration sur des marchés financiers spécifiques et de l'impact potentiel des fusions, acquisitions et alliances, prennent en considération la concurrence aussi bien internationale qu'intérieure.

La taille d'une entreprise constituant un important facteur de compétitivité dans tous les secteurs de l'économie, on assiste depuis quelques années à des fusions de plus en plus nombreuses. L'industrie justifie ces fusions par le fait qu'il faut avoir une taille minimale pour soutenir la concurrence.

Dans l'industrie financière, on dénombre plus de 15 fusions au Canada depuis 1984. Nous estimons que le problème de la concentration ne se pose pas vraiment sur le marché de gros, où les institutions financières canadiennes et étrangères se font directement concurrence et où les emprunteurs canadiens ont directement accès aux sources de capitaux. Selon la loi fédérale sur la concurrence, les activités des sociétés étrangères devraient être prises en considération dans l'évaluation du degré de concurrence qui existe sur les marchés intérieurs. Il importe toutefois de reconnaître également que, quand les emprunteurs canadiens ont directement accès aux marchés étrangers, la concurrence s'en trouve intensifiée au pays. C'est sur le marché de détail qu'il faudrait s'inquiéter davantage de la concentration, au moins dans l'immédiat, étant donné que ce marché n'a pas encore été touché par la mondialisation. La titrisation des prêts pourrait toutefois y contribuer à une intensification de la concurrence. Nous y reviendrons plus loin.

L'innovation financière

L'innovation est une autre source de vigueur industrielle et elle a certainement contribué, dans le secteur financier, à accroître la concurrence et à ouvrir les marchés. Étant donné que les Canadiens ont eu moins tendance que les Américains et les Européens à utiliser des instruments financiers novateurs, il convient de se demander si l'État devrait encourager l'innovation financière. Deux écoles de pensées existent à ce sujet.

Selon l'approche « permissive », les marchés devraient être laissés à eux mêmes : à mesure que les avantages des nouveaux instruments dépasseront les coûts et les risques qui leur sont liés, le secteur privé les introduira sur le marché. Pour appuyer leur point de vue, les tenants de cette approche font valoir la quantité d'instruments novateurs introduits par des institutions du secteur privé, notamment des banques et des maisons de courtage aux États-Unis. Ils soulignent également le travail créateur des spécialistes financiers et leur empressement à offrir de plus en plus de nouveaux instruments afin de pouvoir récolter, ne serait-ce que pour quelques mois, les profits qui découlent de leur introduction. Ils prétendent également qu'il est difficile d'encourager l'introduction d'instruments particuliers, car ils n'ont pas encore fait leurs preuves et on n'en connaît à peu près pas les risques et la durée de vie utile. À leur avis, les politiques gouvernementales devraient avoir comme objectif unique d'éliminer les obstacles à l'introduction et au développement des nouveaux instruments.

Ceux qui favorisent une approche plus « proactive » prétendent que les institutions innovatrices récoltent les fruits de leurs produits pendant une courte période seulement. Elles n'ont donc pas vraiment d'intérêt à effectuer des recherches dans ce secteur et à introduire et développer des pratiques et des instruments nouveaux. Aussi est-il nécessaire, selon ce point de vue, que les gouvernements participent à la création de nouveaux instruments, du moins dans les premières étapes, jusqu'à ce que les marchés les aient assimilés. Il existe des précédents à cet égard. Dans les années 50, la Banque du Canada a contribué au développement d'instruments du marché monétaire et la Banque d'expansion industrielle – précurseur de la Banque fédérale de développement (BFD) – a inauguré les prêts à terme aux entreprises. Une fois que les autres prêteurs, et surtout les banques, se sont mis à offrir ce genre de crédit, la BFD s'est retirée progressivement de ce marché et a limité ses prêts aux petites entreprises qui avaient difficilement accès au marché des prêts à terme. De même, ce sont des organismes gouvernementaux aux États-Unis qui ont lancé les titres hypothécaires, et leur participation sur ce marché est demeurée très active.

Chacune des deux formules a des avantages. Au Canada, les politiques gouvernementales devraient s'inspirer des deux. En premier lieu, elles doivent viser à éliminer tous les obstacles juridiques et autres à l'introduction des nouveaux instruments. Par conséquent,

7 Nous recommandons que la législation régissant les institutions financières au Canada soit modifiée, au besoin, de manière à autoriser explicitement le recours aux contrats à terme normalisés, aux options, aux swaps et aux autres nouveaux instruments tout en respectant le principe « d'investisseur prudent ».

La législation qui régit les institutions financières (fonds de pension; sociétés de fiducie, sociétés de prêts et compagnies d'assurance; banques; et caisses d'épargne et caisses populaires) suit habituellement deux orientations différentes.

Dans le premier cas, l'institution peut faire tout ce qui n'est pas défendu explicitement par la loi. C'est ce qui se passe en vertu de la *Loi sur les banques* et de la plupart des autres lois plus récentes comme la *Loi sur les régimes de retraite* de l'Ontario, les projets de loi fédéraux sur les sociétés de crédit et de fiducie et les lois québécoises sur les compagnies d'assurance et les sociétés de crédit et de fiducie.

Dans le second cas, aux termes des lois actuelles réglementant les caisses de retraite, les compagnies d'assurance et les sociétés de fiducie à l'échelon fédéral et dans plusieurs provinces, l'institution est restreinte aux activités qui sont explicitement prévues par la loi. Celle-ci dresse la liste des éléments d'actif que l'institution peut légalement détenir, et les placements sont habituellement limités aux débentures, obligations, actions ou autres titres d'emprunt des gouvernements, institutions financières ou sociétés commerciales qui répondent à certains critères de rentabilité. Ces lois renferment également une disposition omnibus qui autorise les institutions à détenir des éléments d'actif, habituellement entre 5 et 10 % de leur actif total, qui leur seraient autrement défendus. Tout élément d'actif qui répond aux critères d'admissibilité au moment de son achat peut être détenu légalement pendant toute sa durée utile. Les institutions ne sont pas tenues par la loi de réévaluer l'acceptabilité des actifs achetés ni d'examiner la diversification de l'ensemble de leur portefeuille, si elles respectent les limites de détention de certaines catégories d'actifs spécifiées dans la loi. Les actifs détenus en vertu de la clause omnibus sont sujets aux dispositions de l'investissement prudent, qui sont très bien établies dans le « common law » et le *Code civil* du Québec.

La plupart des projets de loi présentés ou adoptés récemment en matière de réglementation financière ne renferment plus de listes légales, mais ils exigent spécifiquement du gestionnaire de portefeuille qu'il adhère aux principes et dispositions de « l'investissement prudent ». Non seulement doit-il faire preuve de « prudence » au moment de l'achat de l'actif, mais il doit aussi réévaluer l'actif à intervalles périodiques, tout comme d'ailleurs la diversification de l'ensemble du portefeuille. Les lois plus récentes précisent parfois la part de l'actif total que peut représenter une catégorie particulière de biens. On ne sait pas encore clairement dans quelle mesure l'obligation de réévaluer l'ensemble du portefeuille incitera les institutions financières à avoir davantage recours à des instruments novateurs pour couvrir leurs risques et augmenter leur rendement.

En fait, un grand nombre de lois ne stipulent pas précisément si un nouvel instrument peut être utilisé ou non, ce qui a poussé des institutions à rester à l'écart de ces instruments. Il arrive souvent, par exemple, que les caisses de retraite et d'autres institutions financières ne recourent pas aux contrats à terme normalisés ni aux options pour couvrir leurs risques, soit parce qu'elles ont besoin d'affecter à d'autres actifs la partie inutilisée de la clause omnibus, soit parce qu'elles ne savent pas si l'utilisation de ces instruments est permise. Cette ambiguïté dans la loi devrait être dissipée afin de permettre que les instruments de tous genres soient utilisés quand cela est approprié. Le recours aux nouveaux instruments doit toutefois être assujetti aux dispositions de « l'investissement prudent ».

De nombreux analystes sont d'avis que l'absence de mécanismes de contrôle internes adéquats sur l'utilisation des nouveaux instruments constitue un facteur de risque important. Il importe que les institutions ne se lancent pas dans des activités pour lesquelles elles ne disposeraient d'aucun mécanisme de contrôle interne. Elles devraient établir des règles internes qui précisent exactement les limites à la prise de risques, pour chaque catégorie d'instrument, en prenant soin de distinguer les activités de spéculation des opérations de couverture. Elles devraient également se donner des règles sur la transmission de l'information à la haute direction et des procédures pour évaluer les risques associés à divers engagements.

De fait, bon nombre d'institutions bien établies ont mis en place des mécanismes de ce genre – certaines d'entre elles, après avoir subi de lourdes pertes. À mesure que l'utilisation des nouveaux instruments se généralise et qu'elle offre une plus grande latitude à beaucoup d'institutions, il importe de s'assurer qu'aucune mauvaise utilisation ne puisse compromettre la stabilité du système financier. Avec un mécanisme de contrôle interne adéquat, l'utilisation croissante d'instruments novateurs favorisera sur les marchés financiers la concurrence, la diversification et la fourniture d'une gamme plus vaste de services financiers aux emprunteurs et aux investisseurs.

Un certain nombre d'entreprises et de particuliers – plus spécialement les petites et moyennes entreprises et les petits investisseurs – ne connaissent pas bien les nouveaux instruments comme les options, les contrats à terme normalisés ou les swaps. Au Canada, les sociétés d'État ont souvent contribué à la diffusion de l'information. Il s'agit d'un rôle limité mais utile que le gouvernement peut jouer et qui s'intégrerait à l'approche permissive. Par conséquent,

8 Nous recommandons que les sociétés d'État financières fédérales et provinciales aident les entreprises et investisseurs de petite et moyenne tailles à bien comprendre le rôle des nouveaux instruments financiers.

Au niveau fédéral, cet objectif de diffusion de l'information cadre bien avec les activités de la Banque fédérale de développement, et notamment avec son programme CASE, qui aide les petites et moyennes entreprises à résoudre leurs problèmes de gestion financière et non financière. La Banque devrait aussi aider les entreprises intéressées à mettre sur pied la structure interne et les mécanismes de contrôle dont elles ont besoin pour bien gérer l'utilisation des nouveaux instruments financiers.

Dans la plupart des cas, le gouvernement devrait se limiter à éliminer les obstacles qui freinent le développement de nouveaux instruments et à diffuser de l'information sur leurs avantages et leurs risques. Si les modifications appropriées étaient apportées aux lois régissant les placements des caisses de retraite et des compagnies d'assurance-vie de façon à autoriser clairement l'utilisation des nouveaux instruments, une participation accrue de ces institutions augmenterait les chances de succès d'un marché organisé de contrats financiers à terme au Canada.

La titrisation des prêts commerciaux — Le cas des créances converties en valeurs mobilières exige une approche plus active, car ces instruments procurent des avantages qui vont bien au-delà des principaux agents économiques qui évoluent sur les marchés, c'est-à-dire les institutions financières, les investisseurs et les emprunteurs. Ces créances peuvent en effet devenir un important instrument de financement du développement régional et faire le lien entre les marchés internationaux et le marché de détail.

Plus précisément, si la titrisation des prêts commerciaux se révélait possible, elle favoriserait le développement des régions et des entreprises (en particulier de taille moyenne) et renforcerait les institutions financières canadiennes en leur permettant d'utiliser plus efficacement leur capital. Elle augmenterait de plus le niveau de concurrence sur le marché des prêts commerciaux – où l'on enregistre la plus forte concentration parmi tous les marchés financiers du pays – en y attirant de nouveaux prêteurs et investisseurs. La titrisation faciliterait aussi l'accès des sociétés de fiducie et des compagnies d'assurance au marché des prêts aux entreprises, suite à l'élargissement de leurs pouvoirs de placement qui leur sera conféré par les révisions aux lois fédérales et provinciales.

En 1992, les nouvelles exigences en matière de capitalisation augmenteront le coût des prêts commerciaux consentis par les banques par rapport aux autres éléments d'actif qu'elles détiennent (comme les hypothèques). Les capitaux disponibles pour les entreprises – surtout les plus petites d'entre elles – pourraient alors diminuer à moins que de nouveaux investisseurs se présentent. La vente de prêts individuels par les banques ne serait pas une solution de rechange valable à cet égard étant donné que les gestionnaires de gros portefeuilles, qui cherchent à investir de fortes sommes, ne seraient probablement pas intéressés à acquérir des créances individuelles. C'est là que la titrisation pourrait jouer un rôle important.

Des sondages réalisés aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Canada ont révélé que les petites et moyennes entreprises attachent beaucoup d'importance aux coûts des emprunts et à la connaissance que les institutions financières ont de leur dossier. Selon ces mêmes sondages, les grandes banques

américaines accordent des prêts à moindre coût mais les petites banques locales connaissent mieux leurs clients et exigent souvent des garanties moins importantes. La titrisation des prêts aux entreprises au Canada pourrait permettre aux petites institutions financières locales, mieux sensibilisées aux besoins de la collectivité environnante, de consentir des prêts tout en offrant des taux semblables à ceux accordés par les plus grandes institutions. De plus, la titrisation accroîtrait la disponibilité des capitaux à l'extérieur des centres urbains. Les institutions locales seraient alors en mesure d'agir comme prêteur initial et de vendre leurs prêts à des intermédiaires qui les convertiraient en valeurs mobilières pour les revendre à de plus gros investisseurs.

La titrisation des prêts aux entreprises représente un défi de taille, notamment à cause de l'absence d'homogénéité entre les divers prêts commerciaux. Ces prêts ont en effet des caractéristiques très différentes en ce qui concerne les échéances, les garanties, les taux d'intérêt, la solvabilité, le secteur d'activité et l'emplacement de l'emprunteur, pour n'en nommer que quelques-unes. On peut pallier à cette absence d'homogénéité par une garantie du principal et de son remboursement ponctuel, ou par l'imposition de conditions – par exemple à l'égard de l'échéance ou de la garantie – visant à normaliser davantage ce genre de prêt. Cette seconde option réduirait le nombre de prêts adaptés à la structure financière de l'emprunteur, mais c'est sans doute là un prix relativement faible à payer pour s'assurer d'une disponibilité continue de capitaux, à de meilleures conditions et à un moindre coût.

Le processus de titrisation comporte plusieurs étapes : l'octroi du prêt; le regroupement dans un fonds; la mise sur pied d'une fiducie; la vente des certificats de participation dans le fonds; l'amélioration du crédit; la surveillance du prêt; et le maintien d'un marché secondaire. L'octroi et la surveillance du prêt auraient avantage à être laissés entre les mains des institutions qui font directement affaire avec l'emprunteur, c'est-à-dire les banques, les coopératives financières, les sociétés de fiducie et même les compagnies d'assurance. Les petites sociétés de fiducie et coopératives financières seraient d'ailleurs les premiers prêteurs à tirer parti de ce programme, tandis que les banques leur emboîteraient le pas probablement plus tard. La vente de certificats de participation serait confiée à des maisons de courtage, et des sociétés de fiducie agiraient comme mandataires et agents de transfert. Les acheteurs de certificats comprendraient vraisemblablement des sociétés de fiducie et compagnies d'assurance-vie, des coopératives financières, des caisses de retraite et des particuliers.

L'amélioration du crédit joue un rôle important dans la titrisation des prêts commerciaux. Différentes méthodes d'amélioration de crédit ont été utilisées à un moment ou à un autre dans le processus de titrisation des hypothèques, des prêts pour l'achat d'automobiles, des prêts commerciaux et des soldes de cartes de crédit (voir encadré). Ce que l'on a souvent vu, particulièrement dans les premières étapes d'un programme, c'est un organisme gouvernemental qui offre aux investisseurs une garantie de remboursement ponctuel des intérêts et du principal. Cette garantie favoriserait la normalisation nécessaire des prêts et éliminerait l'obligation d'enregistrer les émissions et de déposer un prospectus auprès des commissions provinciales de valeurs mobilières.

Méthodes d'amélioration du crédit

1 Assurance ou lettre de crédit émise par une institution privée.

2 Premières pertes (10 à 15 % de la valeur comptable) assumées par le prêteur d'origine.

3 Surnantissement – le fonds comprend des prêts d'une valeur supérieure à celle des certificats vendus.

4 Émissions en plusieurs tranches – titres de premier et de second rangs, les remboursements s'appliquant d'abord aux titres de premier rang.

5 Garantie gouvernementale du paiement ponctuel des intérêts et du principal, assortie d'une restriction sur le montant total pouvant faire l'objet d'une garantie chaque année.

Mais elle pourrait aussi comporter des coûts. En effet, la garantie offerte risque fortement d'affecter la qualité des prêts octroyés dans le seul but de participer à la titrisation, obligeant peut-être à recourir aux deniers publics pour couvrir d'importantes pertes éventuelles. Toutefois, aucune garantie gouvernementale n'a été donnée lors de la titrisation des prêts automobiles ou des soldes de cartes de crédit. On a plutôt eu recours soit à des lettres de crédit (qui engagent habituellement une banque à couvrir les défauts de paiement éventuels), soit au surnantissement (l'inclusion dans un fonds de créances d'une valeur totale supérieure à la valeur du fonds, de sorte que les investisseurs ne sont pas perdants dans le cas de défauts de remboursement de certains prêts), soit aux deux à la fois.

Certaines méthodes d'amélioration du crédit peuvent s'avérer trop coûteuses dans le cas des prêts commerciaux. Ainsi, étant donné que les prêts ne sont pas normalisés, il se pourrait qu'une évaluation de la qualité de chaque prêt soit nécessaire pour déterminer la couverture d'assurance

requise. Pour éviter cela, on pourrait établir des normes auxquelles les prêts commerciaux devraient satisfaire pour être inclus dans des fonds. Également, si le prêteur initial s'engage à assumer les premières pertes – c'est là une autre méthode d'amélioration du crédit –, cela pourrait aller carrément à l'encontre de l'objectif même de la titrisation, qui est de faire sortir les prêts du bilan de l'entreprise. Quoi qu'il en soit, une recherche plus poussée s'impose pour trouver l'équilibre approprié entre les différentes méthodes d'amélioration du crédit et la normalisation, en fonction de leur coût et de leurs répercussions négatives possibles sur le processus de titrisation.

Si, en fin de compte, il s'avère nécessaire d'assortir une méthode d'amélioration de crédit d'une garantie gouvernementale, il faudrait restreindre la garantie totale qui pourrait être accordée chaque année et exiger une commission appropriée reflétant les risques courus. En dépit du fait qu'il serait plus facile de mettre sur pied un programme de titrisation des prêts aux entreprises avec une garantie du gouvernement, nous ne sommes pas persuadés que cela serait avantageux à long terme. Comme nous l'avons déjà mentionné, la normalisation pourrait se faire par l'établissement de critères auxquels les prêts devraient répondre pour être inclus dans le fonds. Ces critères imposeraient une discipline indispensable pour l'approbation des prêts, en dépit du fait qu'ils pourraient aussi limiter les genres de prêts susceptibles d'être titrisés, et même restreindre le volume total de ces prêts. Mais ce serait là un faible prix à payer pour assurer le succès initial du programme et restreindre le rôle de l'État.

En dernier lieu, les maisons de courtage ou une agence gouvernementale, ou les deux, pourraient se charger de maintenir le marché.

En améliorant le fonctionnement des marchés financiers intérieurs, la titrisation des prêts aux entreprises favoriserait la réalisation de deux objectifs importants des politiques gouvernementales : elle pourrait offrir aux entreprises, notamment à celles de petite et moyenne tailles, le financement dont elles ont besoin et contribuer au financement des régions. La vente de certificats de participation sur les marchés internationaux ferait profiter le grand public des avantages de la mondialisation. Pour toutes ces raisons, le développement de cet instrument devrait être encouragé.

Dans ce contexte, le rôle que le gouvernement devrait jouer est celui de catalyseur pour faire démarrer le programme. Aux États-Unis, la titrisation a été lancée en 1970 par le gouvernement fédéral et par des organismes gouvernementaux qui ont introduit les « rétrocessions hypothécaires ». Le gouvernement a démontré que la titrisation pouvait se faire et être profitable. Aujourd'hui, le secteur privé est actif dans la titrisation des prêts hypothécaires. Les soldes de cartes de crédit et les prêts automobiles ont été convertis en valeurs mobilières sans assistance gouvernementale. Mais, à cause des difficultés particulières que comporte la titrisation des prêts commerciaux, les organismes gouvernementaux jouent à nouveau un rôle de catalyseur aux États-Unis.

Au Canada, lorsqu'on examine l'activité de la Banque fédérale de développement (BFD) en matière de prêts à terme et celle de la Société canadienne d'hypothèques et de logement en matière de prêts et d'assurances hypothécaires, on constate que la participation de l'État au développement d'un nouveau produit financier est souvent perçue comme une intervention temporaire qui se termine dès que le secteur privé est désireux et capable de prendre la relève. Ce devrait être la même chose pour la titrisation des prêts commerciaux.

À cause du rôle important que la BFD joue dans le développement du financement des entreprises, de son expertise dans ce domaine et de son réseau de succursales d'un océan à l'autre, elle pourrait être la voie par laquelle le gouvernement fédéral faciliterait le développement de la titrisation des prêts commerciaux au Canada.

9 Nous recommandons que la Banque fédérale de développement (BFD) contribue au développement au Canada d'un marché de prêts commerciaux convertis en valeurs mobilières :

a) en regroupant les prêts consentis par des prêteurs privés dans des fonds dont les certificats de participation seront vendus à des investisseurs à un prix qui procurerait une rémunération juste à tous les participants;

b) en établissant des normes à l'égard des prêts destinés à des fonds;

c) en élaborant, en collaboration avec les entreprises du secteur privé, des méthodes d'amélioration du crédit;

d) en se tenant prête, au besoin, à maintenir un marché secondaire pour les certificats de participation dans les fonds.

La participation de la BFD à l'une ou l'autre des activités précitées devra se terminer dès que le secteur privé manifestera son intention de prendre la relève.

La Banque fédérale de développement est sans doute la mieux placée pour structurer le marché des prêts commerciaux titrisés et elle devrait faire bénéficier de son expertise

nouvellement acquise les organismes provinciaux de prêts aux entreprises. Par conséquent,

10 Nous recommandons que les sociétés d'État provinciales de prêts aux entreprises prennent également une part active dans la structuration du marché des prêts commerciaux convertis en valeurs mobilières.

Le renforcement de la solvabilité des institutions financières

La mondialisation et l'innovation financière ont beaucoup contribué à l'amélioration et à la diversification des services disponibles au Canada. Mais elles ont aussi accru le risque d'insolvabilité ou d'instabilité du système financier en réduisant la transparence du système. Il est en effet devenu plus difficile de suivre le volume croissant d'opérations financières effectuées entre les pays, d'autant plus que la proportion de transactions hors bilan est beaucoup plus forte que par le passé. Les organismes de réglementation, les bureaux de comptables et les vérificateurs interrogés par les chercheurs du Conseil estiment que l'absence de transparence constitue un problème grave. Plusieurs mesures peuvent être prises à l'échelle nationale pour freiner la diminution de la transparence et ainsi maximiser les avantages nets de l'intensification de la concurrence et de l'ouverture des marchés. Notamment :

– une meilleure divulgation des renseignements sur les institutions financières;

– une meilleure surveillance des risques qu'elles assument;

– l'imposition de ratios de capitalisation;

– l'obligation pour les sociétés étrangères d'entrer au Canada par l'entremise de filiales;

– le renforcement des filets de sécurité; et

– la limitation des liens entre institutions financières et sociétés commerciales.

Une meilleure divulgation des renseignements

En ce qui concerne la première mesure mentionnée,

11 Nous recommandons que les institutions financières canadiennes soient tenues de déclarer tous les trimestres à l'organisme de réglementation compétent tous leurs engagements hors bilan et de fournir, sur demande, l'accès aux renseignements touchant les contreparties dans des opérations de gré à gré comme les swaps, les options et les contrats à terme normalisés.

Il existe au pays un certain nombre d'organismes de réglementation qui ont le pouvoir d'exiger ce genre de renseignements, mais qui le font rarement. Or, l'insuffisance des renseignements sur le risque de position et le risque de crédit assumés par les institutions financières entrave considérablement la supervision prudentielle. Cette situation s'explique dans une large mesure par le fait que beaucoup de ces risques ne figurent pas directement au bilan. Dans un premier temps, les institutions devraient être tenues de divulguer leurs engagements hors bilan. Dans un second temps, il leur faudrait révéler, au besoin, l'identité des contreparties (c'est-à-dire le particulier, la société ou l'institution) avec lesquelles elles ont conclu une transaction (swap de taux d'intérêt ou contrat à terme, par exemple). De par leur nature, ces renseignements ne seraient pas différents de ceux révélés par les vérifications des dossiers de crédit des banques. Cette exigence, qui devrait toucher les banques, les maisons de courtage, les sociétés de fiducie et les compagnies d'assurance-vie, nécessite la mise en place de normes concernant la présentation de rapports sur les nouveaux instruments.

Une surveillance plus étroite

S'ils sont mieux renseignés sur les institutions financières, les organismes de réglementation seront davantage en mesure de surveiller les risques que courent ces dernières. Le phénomène de titrisation et la participation accrue des banques et autres institutions dans le courtage de titres ont accentué l'importance du risque de position par rapport au risque de crédit. Cependant, la plupart des mesures de supervision et de prévention ont trait au risque de crédit, comme c'est le cas des ratios minimaux fonds propres/actifs, pondérés en fonction des risques, qui sont proposés par la Banque des règlements internationaux. Au Canada, les organismes de réglementation n'ont généralement pas tenté d'évaluer l'ampleur du risque de position assumé par les institutions financières ni, d'ailleurs, d'élaborer des méthodes visant à le contrôler. Le secteur des valeurs mobilières fait exception à cet égard puisque le risque de position y est pris en compte quand on détermine la capitalisation requise.

Pour évaluer et surveiller le risque de position et les risques liés à beaucoup d'éléments hors bilan, il faudra définir des normes et des méthodes qui permettent de les mesurer. Le Conseil sait pertinemment que la tâche est loin d'être facile et que la plupart des institutions elles-mêmes ignorent comment mesurer tous ces risques, mais elle est nécessaire. Par conséquent,

12 Nous recommandons que les organismes de contrôle canadiens mettent en place des méthodes de surveillance du risque de position assumé par les institutions financières.

Pour assurer ce genre de surveillance, il faudra prendre en compte les éléments d'actif et de passif au bilan et hors bilan, le degré d'appareillage entre l'actif et le passif et, enfin, la variabilité historique et anticipée du prix des actifs.

Les normes de capitalisation

La divulgation des renseignements et la surveillance des risques ne représentent qu'une première étape avant d'établir une gestion de la prise de risques qui n'entrave pas la concurrence. Nous croyons qu'il faut fixer des taux de capitalisation pour toutes les institutions financières sur la base d'une évaluation des risques qu'elles assument. Mais le Canada ne peut agir seul. D'abord, dans un contexte de planétarisation rapide, la stabilité du système financier canadien est de plus en plus tributaire de la solvabilité des grandes institutions étrangères, lesquelles doivent donc elles aussi savoir gérer leur prise de risques. Ensuite, des normes trop strictes désavantageraient les institutions canadiennes par rapport à leurs concurrentes étrangères. Il est donc d'une importance capitale que l'on impose des taux de capitalisation à toutes les institutions et que les exigences canadiennes soient compatibles avec celles qui sont imposées par accord international aux institutions qui opèrent sur les marchés mondiaux internationaux. En conséquence,

13 Nous recommandons, dans le cadre de l'élaboration des procédures de mesure et de contrôle des risques, que soient fixées pour toutes les institutions financières canadiennes des normes de capitalisation pondérées en fonction de tout l'éventail des risques qu'elles assument et que ces normes soient compatibles, dans toute la mesure du possible, avec celles qui s'appliquent par accord international aux institutions ayant des opérations internationales.

Un taux de capitalisation minimum établi en fonction des risques courus joue deux rôles importants. En premier lieu, il prévoit un coussin financier qui permet à l'institution de se protéger, ainsi que ses clients, en période de difficultés économiques. En second lieu, ce taux minimum représente une forme de contrôle sur les risques assumés par l'institution. Mais l'obligation des banques canadiennes d'affecter 8 % de leurs capitaux à la couverture des risques à la fin de 1991 tient uniquement compte du risque de crédit, tandis que le ratio actifs/fonds propres pondéré en fonction du risque que l'on exige des maisons de courtage ne tient pas pleinement compte de ce risque. Les normes de capitalisation de ces deux catégories d'institutions doivent donc être modifiées pour tenir dûment compte du risque de position et du risque de crédit. Des recherches sont en cours sous l'égide de la Banque des règlements internationaux pour intégrer le risque de variations de prix dans l'établissement des ratios de capitalisation. De plus, des normes de capitalisation pondérées en fonction du risque devraient être mises en place pour toutes les institutions, y compris les sociétés de fiducie et les coopératives financières, qui participent à des opérations très semblables à celles des banques.

L'entrée d'institutions étrangères sur le marché canadien par l'intermédiaire de filiales

La structure par laquelle les entreprises étrangères opèrent au Canada est une autre question importante qui a des répercussions sur la stabilité du système financier. À l'heure actuelle, les maisons de courtage et les banques étrangères ne peuvent s'installer au Canada que par l'entremise de filiales, et les compagnies d'assurance-vie étrangères peuvent le faire par l'intermédiaire d'une filiale ou d'une succursale.

Les institutions étrangères s'opposent fortement à l'obligation de créer des filiales car, selon elles, celles-ci coûtent beaucoup plus cher à administrer et à exploiter que des succursales. En théorie, une succursale n'a pas besoin de système de comptabilité ou de conseil d'administration indépendants de celui de la société mère, et il faut moins de vérificateurs pour examiner sa situation financière. De plus, les succursales peuvent accorder des prêts plus importants que les filiales parce qu'elles peuvent puiser directement aux capitaux de l'institution mère. Quand elle exploite des succursales, l'institution est en mesure d'affecter plus efficacement ses ressources financières à travers le monde. En outre, comme les succursales font toujours partie de la société mère, elles risquent moins que les filiales d'être victimes de difficultés résultant d'une conjoncture économique défavorable dans le pays hôte. Les activités d'une succursale sont par ailleurs entièrement garanties par la société mère, ce qui peut rehausser la confiance des agents économiques dans le système financier du pays hôte, quand celle-ci a une envergure internationale.

Mais il y a aussi des facteurs qui militent contre l'établissement de succursales plutôt que de filiales. Ainsi, comme la succursale fait partie intégrante de la société mère, elle est assujettie à la réglementation du pays d'origine, ce qui peut parfois limiter ses activités. Les succursales des banques américaines, par exemple, ne peuvent opérer dans le domaine des valeurs mobilières; cela était également, jusqu'à tout récemment, le cas des banques canadiennes. Pour éviter ces restrictions, les banques américaines et canadiennes ont

dû établir des filiales à Londres. Par ailleurs, pour les organismes de réglementation, il est plus facile de contrôler une filiale – qui doit avoir sa comptabilité, ses administrateurs et son conseil d'administration propres – qu'une simple succursale. Enfin, les filiales sont protégées contre les difficultés financières que peut connaître leur société mère.

Parmi les pays de l'OCDE, seuls le Canada, la Finlande, la Norvège, la Suède et l'Australie exigent des institutions bancaires étrangères qu'elles créent des filiales pour opérer sur leurs marchés intérieurs. Cependant, pour être reconnue comme institution européenne dans le contexte de l'Europe d'après 1992 et avoir ainsi accès à l'ensemble de la Communauté, une institution étrangère à la CEE devra établir une filiale dans au moins un des 12 pays membres.

Dans certains cas, aussi, les modalités d'établissement d'une succursale ont tendance à brouiller la distinction entre succursales et filiales, particulièrement lorsque des équivalences de capital sont imposées. Aux États-Unis, par exemple, les succursales d'institutions étrangères doivent en général conserver, auprès de la Réserve fédérale ou d'une institution de dépôt reconnue de l'État où la succursale est établie, des dépôts représentant 5 % de leurs éléments d'actif risqués. En France, on impose certaines exigences de capitalisation minimale et on demande un engagement formel de la maison mère. Au Japon, les maisons de courtage étrangères qui veulent établir une succursale doivent déposer une caution et les succursales doivent maintenir un certain montant d'actif minimum. D'autres pays limitent la gamme des activités des succursales. En Allemagne de l'Ouest, par exemple, seules les filiales sont autorisées à gérer des émissions en deutsche marks.

La leçon que l'on peut tirer de l'expérience étrangère quant aux modalités de l'entrée des institutions étrangères sur les marchés intérieurs est donc très nuancée. Lorsqu'il s'agit de décider de la forme à privilégier, les institutions mettent l'accent sur les coûts de fonctionnement, alors que les organismes de réglementation s'intéressent davantage à la stabilité.

L'argument de la stabilité prend d'autant plus de poids que l'industrie financière internationale est en évolution. Étant donné que le partage des responsabilités au niveau de la supervision entre le pays d'accueil et le pays d'origine n'est pas toujours clairement défini et que les normes communes sont rares, c'est au pays d'accueil qu'il incombe surtout de protéger le fonctionnement de son propre système financier, dont les entreprises étrangères font partie intégrante. La surveillance des succursales d'institutions étrangères n'est pas impossible, mais un sondage effectué auprès des organismes de réglementation canadiens révèle que la surveillance des filiales est plus facile et plus efficace. Tant que la supervision des différentes catégories d'institutions financières ne sera pas mieux coordonnée et que la réglementation ne sera pas davantage harmonisée au niveau international, la prudence milite en faveur de la formule des filiales. Par conséquent,

14 Nous recommandons que les institutions financières étrangères qui veulent opérer au Canada soient tenues d'y créer des filiales, à moins qu'elles ne se limitent à offrir leurs services à des non-résidents.

Comme la solvabilité ne préoccupe les organismes de réglementation que lorsqu'elle touche les Canadiens, les institutions étrangères qui se contentent de transiger avec des non-résidents, soit par l'intermédiaire de centres bancaires internationaux, soit par d'autres moyens, ne devraient pas être obligées de créer des filiales. En outre, les succursales de compagnies d'assurance-vie étrangères exerçant déjà leurs activités au Canada devraient bénéficier d'une clause de droits acquis.

Les filets de sécurité

Les filets de sécurité sont le quatrième élément d'un train de mesures intérieures qui visent à maintenir la confiance à l'égard du système financier. À l'origine, l'assurance-dépôts a été créée pour maintenir la confiance des déposants – en particulier celle des plus petits et des moins informés d'entre eux – envers le système bancaire. La fonction de prêteur en dernier ressort devait faire en sorte que les problèmes de liquidité des institutions bancaires ne perturbent pas le système de paiement.

Les opérations bancaires sont basées sur un système de « réserve fractionnaire », en vertu duquel une fraction seulement des dépôts confiés aux institutions bancaires est gardée en espèces ou sous forme d'actifs très liquides. La majeure partie de l'argent est remise en circulation sous forme de prêts commerciaux, hypothécaires ou personnels. Par conséquent, une banque ne pourrait, sur demande, rembourser simultanément tous les dépôts qu'elle a acceptés. C'est cette caractéristique, ainsi que l'importance des banques dans le financement de l'activité économique et le maintien d'un système de paiement, qui sont à l'origine des fonds d'assurance-dépôts et de la notion de prêteur en dernier ressort.

Dans la plupart des pays, c'est la banque centrale qui joue le rôle de prêteur en dernier ressort. Tous les pays ne se sont pas encore donné un régime d'assurance-dépôts, mais ceux

qui en ont un sont de plus en plus nombreux. L'Allemagne de l'Ouest, le Royaume-Uni, le Japon et les États-Unis ont des régimes de protection des dépôts, même si la protection qu'ils assurent diffère quant au montant et à la participation du déposant à un régime de coassurance. Une fois l'intégration européenne réalisée, en 1992, la plupart des membres de la CEE seront encouragés à établir des fonds de ce genre. Dans *Concurrence et stabilité*, le Conseil économique a recommandé le maintien de la protection actuelle fournie par la Société d'assurance-dépôts du Canada.

Compte tenu de l'importance croissante du commerce des valeurs mobilières, il convient de se demander s'il ne faudrait pas mettre à la disposition de l'industrie des valeurs mobilières des fonds de protection et des services de prêteur de dernier ressort. Les maisons de courtage ne fonctionnent pas selon un système de réserves fractionnaires. La loi exige en outre que les valeurs détenues pour le compte des clients soient séparées de celles qui appartiennent à l'institution même. Il en va de même pour les dépôts en espèces. Ainsi, la clientèle d'une maison de courtage ne devrait pas être touchée par les difficultés financières de cette dernière. Un fonds de réserve servirait donc principalement à protéger les clients contre la fraude. Comme les maisons de courtage prennent de plus en plus d'importance au sein du système financier, et comme elles sont partie à un grand nombre de contrats d'autres institutions financières et de sociétés non financières, la faillite d'une maison de courtage pourrait mettre en danger certains contrats et déstabiliser le système financier en général.

Le krach boursier d'octobre 1987 est un exemple des circonstances extraordinaires dans lesquelles un tel phénomène pourrait se produire. La faillite d'une maison de courtage d'envergure aurait alors eu de graves répercussions sur la stabilité du système financier. Au cours des jours qui ont suivi la crise, les banques centrales des grands pays industrialisés, dans un effort concerté, ont injecté dans l'économie mondiale des liquidités supplémentaires qui ont fini par aboutir dans les maisons de courtage, ce qui leur a permis de traverser cette période houleuse.

Il importe que les banques centrales continuent de considérer le système financier dans son ensemble, et pas seulement le secteur bancaire, lorsqu'elles évaluent les besoins de liquidités de l'économie et réagissent aux pressions qui se font sentir dans divers secteurs du système financier. Mais il importe tout autant que les clients des maisons de courtage soient protégés contre la fraude afin de maintenir leur confiance dans tous les secteurs du système financier. Et à cette fin, un fonds de protection est nécessaire. Il existe des fonds du genre, administrés par des associations privées et des organismes d'autoréglementation, en France, au Royaume-Uni et aux États-Unis. Au Canada, le Fonds national de prévoyance, qui est administré par l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières et par les bourses, est financé par les contributions des membres de l'association et ne protège que les clients non institutionnels. Ce fonds a toujours été capable de faire face à ses engagements. Après la faillite, en 1987, d'une maison de courtage de taille moyenne, il a toutefois dû demander une contribution extraordinaire à ses membres pour s'acquitter pleinement de ses obligations et regarnir ses coffres.

Étant donné que c'est principalement le client moins informé qui a besoin de protection, il faudrait imposer une limite au niveau de couverture, ce qui n'existe pas actuellement dans le Fonds national de prévoyance. Aux États-Unis, la *Federal Deposit Insurance Corporation* couvre les dépôts bancaires jusqu'à concurrence de 100 000 $, et le fonds de protection des investisseurs est limité à 500 000 $ (y compris un maximum de 100 000 $ pour les espèces) par client et par faillite. Au Canada, la Société d'assurance-dépôts assure les dépôts jusqu'à concurrence de 60 000 $. En nous basant sur ce chiffre et sur le ratio de cinq à un entre la couverture des dépôts en espèces et la couverture totale en vigueur dans l'industrie américaine des valeurs mobilières,

15 Nous recommandons que le Fonds national de prévoyance du Canada, qui est administré par l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières et les bourses canadiennes, couvre les pertes subies par les clients non institutionnels des maisons de courtage jusqu'à concurrence de 300 000 $ par cas et par client (et jusqu'à concurrence de 60 000 $ pour les dépôts en espèces). Le Fonds devrait continuer d'être administré par des organismes d'autoréglementation et être financé par les cotisations des entreprises membres, auxquelles il devrait avoir le pouvoir d'imposer des normes financières.

La capacité d'imposer des normes est une condition souvent liée aux régimes de protection – dans le domaine de l'assurance-dépôts au Canada, par exemple –, afin que l'assureur ne subisse pas de pertes indues. Les normes renforcent la solvabilité des institutions financières. C'est pourquoi le Conseil estime qu'il faudrait en établir pour toutes les catégories d'institutions, non seulement pour les raisons de solvabilité que nous venons d'évoquer, mais aussi parce qu'elles réduisent le « risque moral » lié aux fonds de protection.

Tout filet de sécurité comporte en effet un certain risque moral, en ce sens qu'il peut encourager les institutions à assumer des risques supplémentaires et à faire supporter le coût de leurs décisions par quelqu'un d'autre, en l'occurrence l'assureur ou le prêteur de dernier recours. Dans le cas

du Fonds national de prévoyance, ces coûts seraient transférés aux autres maisons de courtage, étant donné que ce sont elles qui, collectivement, financent le Fonds. Les ratios actifs/fonds propres pondérés en fonction du risque, la divulgation obligatoire de renseignements et la supervision prudentielle réduisent les risques de faillite et, par conséquent, la probabilité qu'il faille recourir aux filets de sécurité. De toute façon, quand une institution fait faillite – et il faudrait la laisser faire faillite si elle n'est pas rentable ou si elle est mal administrée – ce sont la direction et les actionnaires de l'institution qui devraient absorber les pertes résultant de leurs décisions, tandis que les déposants et les autres clients devraient être protégés jusqu'à concurrence des limites convenues. Le danger moral est ainsi réduit au minimum, et les avantages qui sont liés au maintien de la confiance à l'égard du système justifient clairement l'existence de filets de sécurité.

L'acquisition d'institutions financières par des sociétés non financières

En ce qui concerne la question des liens entre sociétés commerciales et institutions financières, le Conseil reconnaît qu'il existe de nettes divergences d'opinion entre les divers paliers de gouvernement au Canada, les groupes de pression et les analystes. Nous nous adressons ici aux deux niveaux de gouvernement, convaincus qu'une analyse minutieuse des faits et des options possibles les aidera, beaucoup plus que la rivalité qu'ils entretiennent, à prendre des décisions avisées.

Étant donné qu'il existe des arguments fort valables d'un côté comme de l'autre, il n'est vraiment pas facile de décider où se trouve l'intérêt public. Comme nous l'avons fait remarquer dans la Partie 3, ceux qui sont en faveur de liens en amont entre institutions financières et sociétés commerciales mettent l'accent sur la nécessité d'ouvrir le système financier à la concurrence. Ceux qui s'y opposent insistent plutôt sur la solvabilité, le traitement équitable des clients et la stabilité du système.

Du simple point de vue de l'augmentation de la concurrence et d'une plus grande ouverture des marchés, les sociétés non financières devraient être autorisées, sans conditions, à acquérir des institutions financières. Mais, en revanche, du simple point de vue de la solvabilité, les liens entre sociétés commerciales et institutions financières devraient être carrément interdits. La première approche contribuerait à renforcer la compétitivité de diverses institutions financières mais, par ailleurs, elle mettrait en danger la stabilité à long terme du système financier. Quant à la seconde option, elle renforcerait certes la solvabilité, mais réduirait du même coup la concurrence. Nous sommes en présence de deux approches extrêmes.

La concurrence et la solvabilité jouent un rôle important dans l'efficacité d'un système financier. Nous avons donc été amenés à trouver une position mitoyenne offrant un meilleur équilibre entre ces deux facteurs. Nous présentons ici deux options, l'une qui insiste sur la solvabilité et l'autre, sur la concurrence. Nous n'avons nullement l'intention de détailler chacune de ces deux options et croyons qu'il est plus utile de faire valoir une solution intermédiaire, tout en donnant les raisons pour lesquelles nous penchons d'un côté plutôt que de l'autre.

Option 1 – Permettre les liens entre sociétés commerciales et institutions financières, mais réglementer le comportement des entreprises — Ceux qui sont en faveur de l'établissement de liens en amont entre sociétés commerciales et institutions financières n'hésitent pas à reconnaître les dangers signalés par ceux qui s'y opposent, et ils recommandent même l'adoption de mesures en vue de réduire les risques de comportement imprudent ou abusif des institutions financières. Il faudrait que ces mesures nous assurent que toutes les transactions entre les institutions financières et leurs partenaires commerciaux s'effectuent selon les conditions du marché. Cette première option consisterait donc à permettre l'établissement de liens en amont entre institutions financières et sociétés commerciales, tout en créant des mécanismes d'examen des transactions avec lien de dépendance. Cette approche exigerait la mise en place d'un comité de vérification composé de membres indépendants dont le mandat serait d'examiner en détail ces transactions. Il faudrait aussi procéder à une vérification plus fréquente des opérations financières des sociétés maintenant des liens commerciaux en amont.

L'organisme de réglementation pourrait, par exemple, dépêcher tous les mois ses vérificateurs auprès des institutions financières afin de s'assurer que toutes les transactions entre parties liées ont été faites de manière prudente et correcte, selon les conditions du marché. Le coût de cette surveillance additionnelle serait couvert par des cotisations spéciales des institutions qui maintiennent des liens avec des sociétés commerciales.

Les exigences de ce contrôle, et l'appareil bureaucratique qu'il suppose, seraient vraisemblablement très importants, ce qui pourrait bien freiner le développement des liens entre institutions financières et sociétés commerciales. De plus, nous sommes d'avis qu'aucune mesure de contrôle et de suivi n'arriverait à prévenir entièrement les transactions abusives ou imprudentes, surtout dans les cas où l'un des partenaires est déterminé à contourner la loi. D'ailleurs, plus

souvent qu'autrement, ces transactions ne sont connues des autorités de tutelle qu'une fois le fait accompli. En permettant l'établissement de liens entre sociétés commerciales et institutions financières, on crée ainsi de nouveaux risques systémiques qu'il est impossible d'éliminer complètement. Cette option suppose donc implicitement que les Canadiens sont prêts à prendre de plus grands risques, en comptant sur les avantages que comporte une intensification de la concurrence.

Pour réduire les risques encore plus, nous avons examiné la possibilité d'interdire toute transaction entre les institutions financières et les entreprises commerciales auxquelles elles peuvent être associées. Mais une interdiction générale priverait les partenaires des synergies qui découlent des liens en question et, ce qui est peut-être plus important encore, elle empêcherait la réaffectation des ressources financières dans les différents secteurs du marché à mesure que les occasions se présentent. Or, si elles ne peuvent pas réaffecter leurs ressources, les entreprises ne peuvent pas être efficaces. Par conséquent, une interdiction générale des transactions financières entre sociétés financières et non financières réduirait à néant bon nombre des avantages pouvant découler des liens entre les deux types de sociétés. Nous ne pouvons donc la retenir comme une solution viable.

Dans le contexte actuel, en permettant les liens en question, on répondrait aux préoccupations de ceux qui favorisent une plus grande flexibilité dans les règles régissant la propriété des sociétés de fiducie et des compagnies d'assurance-vie. Toutefois, si l'on retient l'option 1, il sera nécessaire de réexaminer les règles de propriété de toutes les catégories d'institutions financières canadiennes. Aussi longtemps que les banques, les mutuelles d'assurance-vie, les coopératives de crédit et les caisses populaires seront obligées, de par les lois qui les régissent ou de par leur structure interne, d'être des sociétés à capital dispersé, elles ne pourront établir de liens en amont avec des entreprises commerciales. Et si l'établissement de ce genre de liens est effectivement un atout qui renforce la compétitivité des institutions financières, les banques, les coopératives financières et les mutuelles d'assurance-vie seraient alors désavantagées par rapport aux autres institutions financières. Il ne faut donc pas perdre de vue que la mise en œuvre de cette option suppose tôt ou tard une révision de la structure de propriété de toutes les institutions financières canadiennes, et notamment des banques à charte.

Option 2 – La solvabilité d'abord — La seconde option part de l'hypothèse que, même s'il n'y a pas de coûts immédiats associés au fait que des institutions financières appartiennent à des intérêts commerciaux, ce genre de lien crée des dangers à plus long terme. Étant donné que ces liens touchent actuellement surtout des entreprises de grande taille jouissant d'une bonne réputation et d'une solide situation financière, les dangers paraissent plutôt éloignés. Mais la situation pourrait fort bien changer au cours des années, à mesure qu'augmentera le nombre d'institutions financières appartenant à des entreprises commerciales, dont beaucoup sont lourdement endettées et vulnérables à un ralentissement de l'économie. Nous sommes ici préoccupés par le comportement éventuel de certaines entreprises commerciales qui, face à des difficultés financières, pourraient être fortement tentées de prendre des raccourcis et d'obtenir un financement intérimaire d'un partenaire captif.

Pour éviter ces risques, cette option empêcherait donc les institutions de dépôt de créer des liens de propriété importants avec des investisseurs non financiers, mais aucune contrainte ne serait imposée aux autres institutions. Ces restrictions s'appliqueraient à toutes les institutions de dépôt – banques, coopératives de crédit, caisses populaires, sociétés de fiducie et de prêts hypothécaires – à cause de leur rôle spécial et de la protection que leur procurent les filets de sécurité. Si d'autres institutions devaient accepter des dépôts ou des instruments réputés être des dépôts, elles devraient alors être assujetties à ces mêmes restrictions. En vertu de cette option, les lois provinciales et fédérales interdiraient à des intérêts non financiers (ou des groupes d'intérêts commerciaux associés) d'investir dans des institutions de dépôt lorsque ces investissements représenteraient ou dépasseraient 10 % du capital social de l'institution en question. Des règles de droits acquis s'appliqueraient aux institutions de dépôt qui sont déjà liées à des sociétés commerciales.

En ce qui concerne les institutions qui n'acceptent pas de dépôts, la loi devrait exiger que, dans leurs contacts avec le public, elles indiquent clairement qu'elles sont contrôlées par des intérêts commerciaux. Nous avons déjà prévu, à l'option 1, le type d'examen des transactions avec lien de dépendance auquel devraient procéder les membres indépendants du conseil d'administration et les instances publiques.

Analyse des options — Depuis 10 ou 15 ans, la concurrence internationale s'intensifie. Dans la plupart des grands pays, les obstacles à la circulation internationale des capitaux ont disparu. Les entreprises étrangères peuvent maintenant s'établir plus aisément dans la plupart des marchés intérieurs des pays industrialisés. Les grands emprunteurs peuvent aller chercher un financement n'importe où dans le monde; les investisseurs, de leur côté, ont adopté une optique beaucoup plus planétaire de leurs affaires.

Dans le présent rapport, nous recommandons des mesures qui contribueraient à réduire encore davantage les barrières qui entravent la concurrence internationale et à améliorer l'accès des étrangers à nos propres marchés et celui des institutions canadiennes aux marchés des autres pays. Nous recommandons aussi l'adoption d'instruments, comme les prêts commerciaux titrisés, qui renforceraient la compétitivité des institutions – comme les petites sociétés de fiducie, par exemple – qui veulent justement être autorisées à établir des liens avec des sociétés commerciales. Nous croyons également que le processus de titrisation permettrait d'accroître la solidité des institutions financières à caractère régional. En fait, tout notre rapport s'articule sur des options qui favorisent une concurrence accrue.

Toutefois, pour ce qui est des liens entre sociétés commerciales et institutions financières, nous pensons qu'il est préférable de privilégier la solvabilité des institutions et la stabilité des marchés financiers. Nous nous prononçons dans ce sens en sachant pertinemment que, dans la formulation de leurs politiques, les autorités provinciales et fédérales devront constamment s'efforcer de trouver un juste équilibre entre la concurrence et la solvabilité, et que, dans le nouvel espace financier, la solvabilité posera des défis de taille. De plus, nous estimons que les avantages attribuables aux liens en question peuvent dans une large mesure être obtenus d'autres façons. On peut en effet profiter des synergies sans nouer nécessairement des liens de propriété réciproque; et les marchés peuvent être concurrentiels sans que les institutions financières deviennent la propriété d'entreprises commerciales.

Tout en favorisant la seconde option, nous reconnaissons qu'il existe déjà des liens entre certaines sociétés commerciales et institutions financières et qu'il est par conséquent nécessaire d'honorer les engagements déjà pris par des clauses de droits acquis. Nous sommes d'avis, bien sûr, que les actionnaires commerciaux de ces institutions devraient être amenés à réduire peu à peu leur participation à une position minoritaire.

Il y a plusieurs façons d'atteindre cet objectif. On peut accorder une période de transition convenable qui permette de conclure les affaires en cours, après quoi la croissance des actifs serait gelée jusqu'à ce que l'investisseur principal réduise sa part à une position minoritaire. On pourrait également autoriser une croissance continue des actifs, à condition que la participation des intérêts commerciaux soit graduellement réduite à un rythme déterminé, par voie de négociation ou de législation.

Nous n'ignorons pas que le fait de demander aux actionnaires de réduire leur participation à une position minoritaire est beaucoup plus restrictif que la part de 65 % suggérée dans le Livre bleu du gouvernement fédéral. Notre proposition témoigne ici de nos préoccupations à l'égard de la solvabilité mais elle tient également compte du fait que même une fois qu'elles seront devenues des actionnaires minoritaires, les entreprises jouissant de droits acquis demeureront avantagées par rapport aux autres institutions de dépôt. Une position minoritaire renforcerait par ailleurs l'influence des autres actionnaires si, comme le propose le Livre bleu, on optait pour un mode de scrutin par droits de vote cumulatifs, en vertu duquel le nombre de votes d'un actionnaire serait égal au nombre des actions qu'il détient, multiplié par le nombre d'administrateurs à élire. Étant donné qu'un actionnaire pourrait alors concentrer son vote sur un seul candidat, ce mode de scrutin augmenterait les chances des petits actionnaires de pouvoir élire des membres du conseil d'administration. Ces chances seront d'autant plus grandes que la participation du principal actionnaire sera faible.

16 Nous recommandons qu'un investisseur (particulier ou entreprise) ayant des intérêts dans une entreprise non financière ne puisse posséder plus de 10 % du stock de capital d'une institution de dépôt. Dans le cas des institutions de dépôt qui ont des liens avec des entreprises commerciales au moment où la recommandation est mise en application, la croissance des actifs de l'institution sera :

a) gelée après une période de transition convenable suivant la mise en application de la recommandation (la croissance des actifs pourra reprendre quand les actionnaires commerciaux auront réduit leur participation à un niveau non majoritaire); ou

b) permise sans restriction, sous réserve de l'approbation par les autorités compétentes d'un calendrier de réduction de la participation de l'actionnaire à une position minoritaire.

Les autres institutions financières qui pourront établir des liens avec des entreprises commerciales devraient se doter de comités d'examen internes composés d'administrateurs indépendants pour s'assurer que les transactions avec des entreprises commerciales associées sont effectuées aux conditions du marché.

Cette recommandation ne s'appliquerait qu'aux banques de l'Annexe B et aux sociétés de fiducie, étant donné que les banques de l'Annexe A et les coopératives de crédit sont des institutions à propriété dispersée et que les maisons de courtage, les banques d'affaires, les compagnies d'assurance et les sociétés financières n'acceptent pas de dépôts.

Notre recommandation s'adresse à la fois au gouvernement fédéral et aux gouvernements provinciaux. Dans

certaines compétences provinciales, l'établissement de liens entre institutions financières et entreprises commerciales a permis de renforcer des institutions régionales. Le Conseil reconnaît qu'il est important d'encourager la croissance d'institutions solides qui accordent une attention particulière aux besoins de la population locale. Nous proposons d'ailleurs dans le présent rapport des mesures qui contribueraient à la réalisation de cet objectif. Toutefois, l'établissement de liens entre institutions financières et sociétés commerciales pour cette seule raison ne produirait que des gains à court terme, tout en risquant d'entraîner des coûts élevés à plus longue échéance. Nous reconnaissons également qu'un grand nombre d'initiatives provinciales dans le domaine de la réglementation financière, et particulièrement celles du gouvernement du Québec, ont beaucoup contribué à la modernisation des marchés financiers canadiens. S'il est vrai qu'en autorisant des intérêts commerciaux à posséder des institutions financières, on pourrait renforcer encore davantage la compétitivité des institutions financières et des marchés canadiens, nous préconisons néanmoins une vision à plus long terme et sommes d'avis qu'il faut bien examiner les risques additionnels que comporte une telle approche, et notamment leur incidence sur les filets de sécurité gouvernementaux.

Mesures exigeant une coopération internationale

Les responsables des politiques et les organismes de réglementation de divers pays doivent collaborer pour maîtriser les forces de la mondialisation des marchés financiers et de l'innovation financière. En premier lieu, ils doivent s'employer à supprimer les obstacles qui entravent le progrès ordonné de la mondialisation, afin que les citoyens de tous les pays puissent tirer profit de l'intensification de la concurrence internationale des institutions financières et d'un meilleur accès aux marchés mondiaux. Les autorités de tutelle doivent aussi s'assurer qu'aucune institution ne puisse échapper à son contrôle en déplaçant ses opérations d'un niveau de compétence à un autre, que la circulation internationale des capitaux soit surveillée de façon appropriée et que la rivalité des régimes de réglementation des divers pays ne débouche pas sur un système laxiste. Des mesures en ce sens contribueraient à la solvabilité des institutions financières et à la stabilité des marchés.

L'amélioration de la concurrence et de l'accès

Les recommandations 4 et 5 visaient la suppression, au Canada, des obstacles à la mondialisation, mais les obstacles en place à l'étranger devraient également être éliminés. Par conséquent,

17 Nous recommandons que le gouvernement du Canada encourage activement les autres pays à supprimer tout obstacle restant à la libre circulation internationale des capitaux.

Il ne demeure que peu d'obstacles légaux à la libre circulation des capitaux entre les pays qui ont une importance économique pour le Canada. Les lois Glass-Steagall et MacFadden, aux États-Unis, le manque de transparence qui caractérise l'application de la réglementation financière au Japon et les limites à la circulation internationale des personnes imposées par les États-Unis et le Royaume-Uni sont les obstacles les plus sérieux qui subsistent. Il existe encore certaines entraves à la circulation internationale des capitaux en France, où les prêts à des non-résidents doivent être financés par des dépôts de non-résidents. La Thaïlande, Singapour et le Venezuela limitent les participations et acquisitions étrangères; la Corée du Sud et l'Italie, l'entrée d'institutions étrangères; les Philippines et le Brésil exercent encore un contrôle des changes. D'après une enquête effectuée en 1988 auprès de certaines institutions financières canadiennes par plusieurs ministères fédéraux (et à laquelle a participé le Conseil économique), les obstacles légaux aux échanges de services financiers sont considérés comme mineurs, et plutôt comme des irritants. La plupart des autres obstacles sont d'ordre économique ou culturel et, par conséquent, ils sont beaucoup plus difficiles à surmonter.

Certains aspects « techniques » du fonctionnement des marchés financiers qui n'ont pas suivi l'évolution récente nuisent à la mondialisation. Ils ont trait à la compensation et à l'appariement des ordres d'« achat » et de « vente » et à l'exécution (transfert d'espèces et de titres) des transactions. C'est pourquoi

18 Nous recommandons que les commissions de valeurs mobilières du Canada s'emploient, dans le cadre d'organisations internationales, à établir une structure internationale efficace de compensation et de règlement des commandes.

Sans mécanismes efficaces et comparables de compensation et de règlement des transactions, les emprunteurs et les investisseurs se tiendront à l'écart de nombreux marchés étrangers, et les avantages de l'internationalisation seront ainsi perdus. Une première étape verrait l'établissement, sur chaque marché intérieur, d'un système efficace de compensation et de règlement. Dans un deuxième temps, des liens internationaux seraient établis entre les divers systèmes nationaux.

La réduction des risques et la stabilité

Le maintien de la stabilité des institutions et des marchés financiers dans un contexte mondial repose sur une approche en quatre points : la disponibilité et la diffusion d'une information appropriée; l'établissement de normes harmonisées de comptabilité et de divulgation; l'établissement de normes minimales de capitalisation; et la coopération en matière de supervision prudentielle. Pour assurer la disponibilité de l'information,

19 Nous recommandons que les commissions de valeurs mobilières et les bourses du Canada œuvrent, dans le cadre de l'Organisation internationale des commissions de valeurs et d'autres organismes internationaux, pour assurer la diffusion de l'information sur les prix des valeurs mobilières et le rendement des compagnies inscrites en bourse, au moment même où des changements se produisent.

L'information devrait être disponible dès que les conditions changent. À cette fin, chaque pays devrait d'abord se doter de systèmes de communication appropriés, comme l'ont recommandé les auteurs des nombreux rapports publiés aux États-Unis et en Europe sur le krach boursier d'octobre 1987. Il faudrait ensuite que ces systèmes nationaux soient raccordés par des liaisons électroniques internationales.

La séparation des risques, la croissance des activités hors bilan et les échanges internationaux ont amoindri la qualité des données existantes sur l'intermédiation financière internationale. Les organismes de réglementation ont constamment besoin d'évaluer les risques et, pour gérer leur économie, les gouvernements ont besoin de savoir dans quelle mesure leurs administrés ont recours aux marchés internationaux pour satisfaire leurs besoins d'investissement et de financement. Par conséquent,

20 Nous recommandons que le gouvernement canadien coopère avec les gouvernements des autres pays industrialisés afin d'encourager leurs organismes statistiques à établir des banques de données sur les transactions financières internationales.

Il serait, par exemple, utile d'obtenir des données sur : l'exposition des institutions à divers engagements hors bilan à l'étranger; la ventilation des prêts en devises étrangères selon la résidence de l'emprunteur; les placements à l'étranger des caisses de retraite; les investissements étrangers; les revenus que les particuliers, les sociétés, les compagnies d'assurance, les caisses de retraite et autres entités constituées en sociétés reçoivent de l'étranger, selon l'importance, l'origine et le panier de devises.

L'étape suivante consisterait à établir des critères communs de divulgation de la situation financière des sociétés financières. À cette fin,

21 Nous recommandons que les gouvernements fédéral et provinciaux, les organismes de réglementation et les bureaux canadiens de comptables et de vérificateurs :

a) appuient les efforts du Comité international des normes comptables, du Comité international de normalisation de la vérification et de l'Organisation internationale des commissions de valeurs, en vue de l'élaboration de normes internationales de comptabilité et de vérification;

b) participent activement à l'élaboration de ces normes dans les organismes internationaux susmentionnés, dans le but de les adopter à leur propre niveau de compétence; et

c) pressent les organismes internationaux susmentionnés d'accélérer la mise au point de normes internationales relatives au traitement de l'exposition des entreprises commerciales et des institutions financières aux activités hors bilan.

L'harmonisation des méthodes comptables n'est pas chose facile, compte tenu des différences qui existent entre les pays et de la conviction de chacun d'avoir le meilleur système. Le Comité international des normes comptables (CINC) travaille depuis plus de 15 ans à l'établissement de normes comptables internationales. De plus, le Comité international de normalisation de la vérification, établi par l'*International Federation of Accountants*, émet depuis 11 ans des lignes directrices sur les normes de vérification. Mais aucun de ces organismes n'a le pouvoir de faire prévaloir ses normes sur les normes nationales. Pour être efficaces, ils ont besoin de l'appui des organismes de réglementation nationaux. Au Canada, le Comité international des normes comptables bénéficie de l'appui de l'Institut canadien des comptables agréés et de plusieurs organismes de réglementation.

Étant donné que les organismes internationaux s'efforcent encore d'harmoniser le traitement des éléments apparaissant aux bilans des sociétés – le Comité international des normes comptables a publié un document provisoire sur la question en janvier 1989 –, l'élaboration de normes dans ce domaine n'est pas pour demain. Mais tout retard à traiter de cette question menace la stabilité du système financier. À cause de l'absence de transparence, le monde de la finance pourrait être gravement perturbé par un accident sérieux, qui se produirait sans signe avant-coureur.

Des normes de comptabilité et de vérification harmonisées et adéquates sont indispensables à la supervision

prudentielle des institutions financières. Dans un contexte de planétarisation rapide, l'harmonisation devrait aussi viser la lutte contre la fraude, les transactions intéressées, les conflits d'intérêts et les risques assumés par divers agents économiques. En outre, la supervision des institutions financières multinationales exige une vue planétaire de leurs opérations. Le gouvernement fédéral et les provinces doivent pouvoir obtenir de l'information des autorités étrangères, auxquelles ils doivent être disposés, en retour, à fournir de l'information sur les institutions canadiennes. Par conséquent,

22 Nous recommandons que les gouvernements fédéral et provinciaux s'efforcent, dans le cadre des organismes internationaux, d'améliorer la coordination internationale de la supervision prudentielle des institutions financières. Les aspects à améliorer comprennent notamment :

a) l'accès aux états consolidés et à l'information provenant des organismes de réglementation étrangers;

b) la lutte contre la fraude et le contrôle des transactions intéressées et des conflits d'intérêts; et

c) la supervision des maisons de courtage et du commerce des valeurs mobilières par les banques.

Étant donné l'évolution rapide de la titrisation, il faut certes accorder davantage d'attention aux maisons de courtage et au commerce des valeurs mobilières par les banques commerciales. Le système bancaire mondial a profité des travaux entrepris par le comité des superviseurs bancaires sous l'égide de la Banque des règlements internationaux. Toutefois, dans le cas des maisons de courtage, les efforts de coordination de l'Organisation internationale des commissions de valeurs n'ont été amorcés qu'en 1986-1987 et, malgré certains progrès indéniables, il reste encore beaucoup à faire.

La coordination de la supervision prudentielle du commerce des valeurs mobilières en est au stade de développement où se trouvait, au début des années 70, la coordination du secteur bancaire. Il est donc grand temps de prendre conscience de l'urgence de la situation, mais sans pour autant manquer de rigueur. La coordination internationale de la supervision prudentielle devrait reposer sur des normes minimales garantissant une protection appropriée. Les normes minimales de capitalisation revêtent à cet égard une importance particulière.

23 Nous recommandons que les commissions de valeurs mobilières du Canada participent, dans le cadre de l'Organisation internationale des commissions de valeurs, à l'établissement, pour les maisons de courtage, de normes internationales de capitalisation pondérées en fonction des risques, et que cette pondération s'applique à la fois au risque de position et au risque de crédit auxquels est exposée la maison de courtage.

Ces efforts devraient aussi être coordonnés avec ceux du comité des superviseurs bancaires afin que toutes les institutions qui se livrent à des activités du même genre soient assujetties aux mêmes normes de capitalisation.

* * * * *

Comme tous ceux qui s'aventurent sur un nouveau territoire, emprunteurs et prêteurs ne saisissent et ne mesurent peut-être pas toujours toute la portée des occasions et des dangers que recèlent les secteurs encore largement inexplorés du nouvel espace financier qui prend forme à la faveur de l'internationalisation et de l'innovation. Les grandes transformations qui sont en train de se produire offrent d'énormes possibilités d'accroître l'efficacité des marchés financiers – en réduisant le prix des services et en diversifiant les sources de capitaux – et, par conséquent, d'améliorer la performance de l'économie canadienne. Les producteurs et les utilisateurs de services financiers qui ont peur de s'aventurer dans le nouvel espace financier risquent de perdre des marchés aux mains de concurrents plus audacieux.

Le Conseil économique estime que les modifications proposées dans ses recommandations sont nécessaires pour permettre aux Canadiens de tirer profit de l'évolution en cours, tout en réduisant les risques qui l'accompagnent. C'est pourquoi le Conseil est d'avis que les obstacles à l'innovation et les restrictions aux transactions internationales devraient être éliminés. Il favorise également la titrisation des prêts aux entreprises, qui, si elle est gérée avec prudence, accroîtra l'efficacité de l'économie tout en répondant aux besoins financiers des emprunteurs des différentes régions du pays.

Le nouvel espace financier offre aux institutions canadiennes tout un éventail de possibilités nouvelles, dans un environnement beaucoup plus compétitif. Nous avons signalé dans le présent rapport de synthèse que nos institutions perdent du terrain sur certains marchés en expansion rapide. Nous estimons que des institutions canadiennes solides constituent un pilier important de la croissance de notre économie, mais nous croyons aussi que le meilleur moyen d'améliorer leur compétitivité est la concurrence, et non le protectionnisme. C'est pourquoi nous proposons qu'on assouplisse encore davantage les restrictions qui entravent la concurrence étrangère sur le marché canadien. Nous proposons en outre d'autres mesures qui pourraient permettre aux institutions canadiennes d'élargir leurs débouchés, tant

au Canada qu'à l'étranger. Si elles sont mises en œuvre, ces mesures sont susceptibles d'accélérer la restructuration de l'industrie des services financiers, changement auquel le Canada ne peut se soustraire s'il veut demeurer compétitif sur les marchés de demain.

La promotion de la concurrence constitue un aspect important du présent rapport, mais bon nombre de nos recommandations visent également à renforcer la solvabilité de nos institutions financières et la stabilité des systèmes financiers canadien et international. Si l'on met en œuvre des mesures allant dans le sens de celles que nous avons recommandées, nous croyons qu'il sera possible de gérer judicieusement les risques inhérents au nouvel espace financier et d'améliorer ainsi les perspectives de gains économiques.

Nous avons la conviction que le processus d'internationalisation va se poursuivre et que le Canada ne peut demeurer à l'écart de cette évolution. C'est pourquoi le Conseil estime que les Canadiens et leurs gouvernements doivent prendre l'initiative et se donner les moyens nécessaires pour s'engager avec confiance dans le nouvel espace financier planétaire.

Dissidence au sujet de la recommandation 16

Tom Courchene*

J'appuie toutes les recommandations du Conseil avec une exception importante. À mon avis, la recommandation 16 ne cadre pas avec l'orientation générale de l'analyse contenue dans le rapport. En effet, le document insiste sur l'explosion des services financiers et sur la croissance de l'industrie des services financiers dans le monde, avec une référence explicite au fait que les institutions canadiennes ont été nettement déclassées, en termes de taille, par leurs principales concurrentes des autres pays et que, dans un certain nombre de domaines, cela a entraîné une diminution de la part des institutions canadiennes sur le marché des services financiers canadiens. Le rapport n'insiste peut-être pas assez sur le fait que, au début du moins, la plupart des innovations sont venues des institutions non bancaires – maisons de courtage, banques « maison » et organisations comme GMAC qui ont été les pionniers de la titrisation sur les euro-marchés. Cela n'est pas étonnant, étant donné que les innovations, de par leur nature, s'éloignaient de l'intermédiation financière pour évoluer vers diverses formes de financement direct, utilisant, par exemple, moins les activités bancaires traditionnelles et davantage d'activités que l'on associe normalement aux maisons de courtage. D'où le développement rapide de ce que l'on appelle les « activités hors bilan », qui va de pair avec la participation croissante des banques au commerce des valeurs mobilières, dans le monde entier. Si le krach boursier de 1987 a quelque peu terni l'image de la finance internationale, il n'en demeure pas moins que l'investissement dans les services financiers bénéficie des progrès dans le domaine des télécommunications et de l'informatique. Il n'est donc pas surprenant que les géants de l'informatique et des télécommunications, de même que de grandes entreprises multinationales, entrent dans l'industrie financière. Je fais référence ici à Reuters, AT&T, BP, GMAC et maintenant peut-être les Entreprises Bell Canada. Cette perspective est importante puisque l'explosion dans les services financiers et les « big bangs » touchent bien plus que les banques et les activités bancaires « traditionnelles ». Elles témoignent en fait d'une évolution entre la banque commerciale et la banque d'investissement.

La question qui se pose alors est la suivante : quelle doit être la politique canadienne à cet égard ? À mon avis, nous devrions être guidés par deux principes. D'abord, en cette période d'innovation et de mondialisation rapides du système financier, toute action ou innovation doit être considérée comme acceptable à moins qu'on puisse démontrer qu'elle est contraire à l'intérêt public. Autrement dit, le « fardeau de la preuve » doit incomber aux partisans du *statu quo* et non aux innovateurs. Or, le rapport du Conseil, me semble-t-il, part de la position opposée : le *statu quo* est bien considéré, et c'est à ceux qui veulent injecter de nouveaux capitaux dans le système financier de prouver que la règle des 10 % est inappropriée. Ainsi, on ne trouve dans le texte pratiquement aucune allusion au fait que l'introduction de la règle des 10 % tient davantage à des préoccupations relatives à la propriété étrangère qu'aux transactions intéressées. Sauf pour une vague allusion, le rapport ne reconnaît pas que les transactions intéressées de la part de membres de conseils d'administration peuvent poser autant de problèmes que celles des actionnaires. Aucune mention non plus du risque de conflit d'intérêts qui existe quand une banque possède une maison de valeurs mobilières, et encore moins du fait que, si l'on estime que les organismes de réglementation sont capables de traiter ce genre de conflit d'intérêts, ceux posés par l'existence de liens commerciaux, particulièrement quand les institutions concernées sont de taille importante, ne poseront, à mon avis, aucun problème pour les autorités.

Le second principe directeur devrait être que les firmes canadiennes soient traitées, au minimum, de la même façon que les firmes étrangères. Je parle ici beaucoup plus en tant que Canadien qu'en tant qu'économiste, de sorte que ma position est beaucoup plus personnelle que professionnelle. Il est insensé que la Banque Lloyds et la Banque de Hongkong aient pu acquérir des banques canadiennes qui éprouvaient des difficultés financières, alors que des acquisitions de ce genre ont été refusées, par principe, à la Power Corporation et au Trust Royal. On semble avoir davantage confiance dans les organismes qui réglementent ces conglomérats bancaires internationaux que dans notre propre capacité de réglementer la Power Corporation. Plus récemment, les Entreprises Bell Canada n'ont pas été autorisées à acheter le Groupe Commerce, qui a finalement été vendu à une entreprise néerlandaise relevant d'une compétence qui permet à la fois les liens commerciaux en aval et en amont. Je ne m'explique pas une telle logique dans un pays où, justement,

---

* Marcel Pepin se joint à M. Courchene dans sa dissidence.

la propriété étrangère est une source d'inquiétude. Quelle place le rapport du Conseil fait-il à ces questions ?

Qui plus est, Ottawa a accordé à la société American Express une charte de banque de l'annexe B (retardée d'un an) bien que celle-ci maintienne des liens avec des entreprises commerciales *au Canada*; en outre, les Entreprises Bell Canada, à propriété dispersée mais avec des liens commerciaux, ont fait une proposition pour acquérir le Montreal Trust. Ces deux exemples vont à l'encontre de la recommandation 16. À mon sens, le premier pose beaucoup plus de problèmes que le second. Mais, cela mis à part, les deux signalent des nouvelles orientations à suivre en matière de politique sur la propriété dans le système financier. Comment le Conseil, dans son rapport, peut-il éviter de commenter ces événements récents (il ne le fait qu'indirectement, dans la mesure où la recommandation 16 les interdirait tous les deux) ?

Au cours des 10 dernières années, le Québec a fait des progrès incroyables dans le développement d'institutions financières viables. En revanche, dans l'Ouest, c'est à une succession d'échecs qu'on a assisté. Avec le développement de la titrisation, les institutions financières peuvent maintenant diversifier leurs portefeuilles d'actifs en dehors de la région où elles exercent leurs activités, de sorte que le concept de banque ou d'institution financière de l'Ouest, en théorie du moins, gagne en viabilité. Or, avec la recommandation 16, qui interdit aux nouveaux capitaux de sources commerciales (sauf en tranches de 10 %), d'entrer dans l'industrie des institutions de dépôt, cette viabilité théorique ne se concrétisera probablement pas.

Ces deux principes devraient permettre une meilleure restructuration du système financier. Il se peut que l'interdiction de liens avec les entreprises commerciales se révèle en fin de compte la meilleure politique à suivre, mais ce doit être à l'issue d'un processus analytique plutôt que d'emblée, en attribuant des bienfaits particuliers au *statu quo*. Notamment, ce rapport insiste beaucoup trop sur la relation présumée entre les intérêts commerciaux et l'insolvabilité. Que les autorités qui régissent l'assurance-dépôts, en raison de l'existence de liens commerciaux, puissent se porter à la rescousse d'une entreprise commerciale plutôt que d'une institution financière, cela est, bien entendu, plausible. Mais est-ce que ce n'est pas exactement ce qui s'est produit pour l'opération de sauvetage de Dome ? Et est-ce que les contribuables canadiens ne sont pas en train de financer le sauvetage des banques suite à leurs excès dans les pays d'Amérique latine ? N'est-ce pas ce que font les pays du Groupe des Sept, qui passent des ententes avec les pays d'Amérique latine pour maintenir la solvabilité des banques ? Autrement dit, la propriété de 10 % n'est pas du tout synonyme de solvabilité. Les véritables questions qui se posent ici ont trait au rôle de la Société d'assurance-dépôts du Canada et aux règles internes de comportement des institutions. Les Canadiens me semblent ici particulièrement réticents à regarder les choses en face; ils s'attardent aux symptômes plutôt qu'aux véritables problèmes.

Il n'est nullement dans mon intention, toutefois, de m'opposer à une sorte de limite sur les liens commerciaux, ou à la propriété dispersée. Mais la règle des 10 % me semble avoir été nettement dépassée par les événements des dernières années et à mon avis, elle ne constitue plus une solution pratique. Je privilégie plutôt la formule qui a été mise de l'avant dans les Rapports du Sénat sur la propriété et l'assurance-dépôts, d'autant plus que le Québec semble y souscrire.

Je terminerai en commentant des questions plus larges qui entourent la recommandation 16. Le rapport prétend que ce sont les liens avec les entreprises commerciales en amont (participation du secteur commercial dans la propriété du secteur financier) et non les liens en aval (participation du secteur financier dans la propriété du secteur commercial) qui font surtout l'objet du débat. Pourtant, c'est le second type de liens qui prend de l'ampleur. En réaction aux nombreuses prises de contrôle récentes, le Québec a signalé son intention de permettre aux institutions financières québécoises d'acheter des entreprises commerciales. La Caisse de dépôt et de placement et les caisses populaires ont fait savoir qu'elles vont mener leurs activités en s'assurant que les joyaux du secteur proprement dit conservent leurs assises au Québec. Celles-ci font partie des activités entreprises par les banques universelles. Est-ce qu'Ottawa va emboîter le pas lorsque viendra le temps de se prononcer sur la prochaine acquisition ? Est-ce l'orientation à prendre ? Ces questions (propriété étrangère, politique de concurrence, concentration des actifs), qui sont englobées dans les problèmes que posent les liens commerciaux et la propriété des institutions financières, doivent faire l'objet d'un débat national. Je peux me tromper, mais je ne pense pas qu'il soit utile d'ouvrir ce débat délicat en restant attaché à la règle des 10 %.

Glossaire

Accords de Bretton Woods. Accords internationaux signés en juillet 1944 à Bretton Woods (New Hampshire) par les représentants de 44 pays pour établir un système de parité fixe entre les devises. Chaque pays devait fixer la valeur de sa devise à l'étranger en fonction du dollar américain.

Activités hors bilan. Part des activités des institutions financières qu'il n'est pas nécessaire de porter à l'actif ou au passif du bilan. Ces activités créent généralement un passif éventuel pour l'institution.

Arbitrage. Stratégie commerciale qui consiste à acheter un élément d'actif sur le marché A et, simultanément, à le revendre sur le marché B afin de profiter d'un écart de prix entre les deux marchés.

Banque des règlements internationaux (BRI). Organisation internationale de banques centrales créée en 1930 pour faciliter le règlement des réparations consécutives à la Première Guerre mondiale. La BRI fournit maintenant des liquidités à court terme aux banques centrales qui en ont besoin, gère le système privé de compensation et de règlement en écus (*European Currency Unit*) et agit comme mandataire de plusieurs organismes de la Communauté européenne. La BRI est un important forum de coopération entre les banques centrales et d'autres organisations internationales.

« Big Bang ». Expression qui désigne les changements institutionnels entrés en vigueur à la Bourse de Londres le 27 octobre 1986. Ces changements visaient principalement à libéraliser l'industrie des valeurs mobilières en assouplissant l'accès à la bourse, en permettant à des agents économiques de l'extérieur de l'industrie de posséder des maisons de courtage, en supprimant les commissions minimales et en éliminant la séparation fonctionnelle entre les courtiers remplissant des commandes de clients et ceux agissant pour leur propre compte. Le « Big Bang » est un symbole de déréglementation financière, même si c'est la nouvelle *Financial Services Act* qui a donné lieu aux modifications importantes apportées à la réglementation au Royaume-Uni.

Contrat à terme. Accord entre deux parties qui conviennent d'échanger une quantité et un type précis d'une marchandise ou d'un instrument financier à une date future et à un prix prédéterminé.

Contrat à terme normalisé (« future »). Contrat, habituellement transigé sur une bourse organisée, qui confère le droit et l'obligation d'acheter un actif ou une devise à une date fixe et à un prix préétabli.

Contrat à terme sur taux d'intérêt. Entente en vertu de laquelle les contreparties – habituellement une banque et son client – fixent un taux d'intérêt sur un montant hypothétique de capital pour une date future préétablie.

Contrepartie. Partie d'un côté d'une transaction; on dit, par exemple, que les contreparties à un prêt bancaire personnel sont la banque et l'emprunteur.

Créance convertie en valeurs mobilières (ou créance « titrisée »). Certificat de participation dans un fonds créé par le regroupement de certains éléments d'actif (prêts hypothécaires, commerciaux, prêts pour achats d'automobiles). Chaque certificat représente une créance sur le fonds.

Diversification interpiliers. Expansion des institutions faisant partie d'un « pilier » dans les activités d'un autre pilier, que ce soit directement ou par l'acquisition d'une institution dans l'autre pilier. La prestation de services de dépôt (fonction bancaire) par les sociétés de fiducie et la possession de maisons de courtage par des banques sont des exemples de ce type de diversification (voir *pilier*).

Effets à taux variable (ETV). Titres de créance à long terme portant un taux d'intérêt variable qui est fixé périodiquement en fonction d'un taux d'intérêt indépendant, en général le taux interbancaire offert à Londres (TIOL).

Effets perpétuels à taux variable. Effets à taux variable émis principalement par les banques et sociétés, sans date de rachat.

Euro-obligations. Obligations émises simultanément dans plus d'un pays.

Euro-papier commercial (EPC). Titre de créance à court terme émis directement par une société sur l'euro-marché et portant une échéance de 7 à 365 jours. L'euro-papier commercial est émis en valeurs nominales élevées – habituellement d'au moins 100 000 $ – et il est habituellement souscrit par une banque ou une maison de courtage. Contrairement aux facilités d'émission d'effets (voir définition ci-après), l'euro-papier commercial ne comporte pour l'émetteur aucune garantie autre que la promesse de l'intermédiaire, qui s'engage à faire de son mieux pour placer le papier.

Facilité d'émission d'effets (FEE). Engagement obligatoire à moyen terme (cinq à sept ans) en vertu duquel un emprunteur peut émettre, en son propre nom, du papier à court terme portant une échéance de trois à six mois. La facilité est généralement souscrite par une banque, qui s'engage normalement à accorder

du crédit à l'émetteur ou à acheter ses effets si ceux-ci ne peuvent être vendus à un prix minimal convenu.

Lettre de crédit. Engagement pris par une banque ou une autre institution financière de payer une certaine somme sur demande pour le compte d'un client qui lui paie une commission pour cette garantie.

Loi Glass-Steagall. Loi bancaire américaine, adoptée en 1933, qui établissait notamment le principe de la séparation entre les activités bancaires et les opérations de courtage.

Mainteneur de marché. Agent économique, habituellement une institution financière, qui est prêt à acheter – ou à vendre à même son inventaire – un élément d'actif afin que celui-ci puisse toujours être échangé par d'autres intervenants. Le mainteneur de marché tire un profit de la différence entre les prix d'achat et de vente. Les activités de maintien du marché assurent la liquidité de l'élément d'actif, en réduisent le risque et le rendent plus intéressant comme investissement.

Mécanisme de compensation. Système organisé utilisé par les institutions financières pour se transmettre les titres et les ordres de paiement (les chèques, par exemple).

Mécanisme de règlement. Système organisé utilisé par les institutions financières pour effectuer les paiements finaux sur les transactions.

Obligations de fonds d'hypothèques. Forme de créance convertie en valeurs mobilières (voir définition). Quatre catégories de titres – A, B, C et Z – sont émises sur un fonds de créances hypothécaires. Le flux de l'encaisse produit par le fonds sert d'abord à payer les intérêts aux détenteurs des titres des trois premières catégories – A, B et C –, puis à rembourser le capital aux détenteurs des titres de la catégorie A jusqu'à ce que leur créance soit entièrement amortie. La même procédure est alors répétée pour les catégories B et C, dans cet ordre. Les porteurs de titres de la catégorie Z ne reçoivent pas de paiement de capital ou d'intérêt tant que la créance de toutes les catégories antérieures n'a pas été amortie au complet.

Obligations hypothécaires. Obligations émises, principalement aux États-Unis, par une société de prêt hypothécaire, qui paie des intérêts à intervalles réguliers et rembourse le capital périodiquement ou à l'échéance. Il s'agit de créances titrisées, le nantissement se faisant ici par un fonds de regroupement de prêts hypothécaires; les obligations demeurent cependant un élément de passif direct de la société émettrice et les prêts demeurent aux livres du prêteur initial.

Opération de couverture. Fait de prendre une position pour réduire les risques inhérents à une fluctuation des taux du marché, dans l'immédiat ou à l'avenir.

Option. Contrat qui confère à son détenteur le droit, mais non l'obligation, d'acheter ou de vendre une quantité spécifiée d'une marchandise, d'un élément d'actif financier ou d'une devise à un prix prédéterminé ou, dans le cas d'une option sur taux d'intérêt, de fixer le taux d'intérêt à une date future spécifiée sur un montant hypothétique.

Papier commercial. Titre de créance à court terme émis par une société et dont l'échéance est habituellement de 30, 90 ou 180 jours.

Pilier. Groupe d'institutions qui exercent une même fonction financière. On dit souvent que le système financier canadien repose sur quatre piliers, qui sont les banques, les sociétés de fiducie, les compagnies d'assurance, et les maisons de courtage.

Prêteur initial. Institution qui consent un prêt à l'origine.

Prospectus. Document légal préparé par une société comme condition préalable à une émission d'obligations ou d'actions. Le prospectus décrit les conditions de l'émission et fournit des renseignements sur la société. La plupart des commissions de valeurs mobilières exigent le dépôt d'un prospectus avant d'autoriser une société à vendre ses titres au public.

Réciprocité. Dans les négociations commerciales entre pays, la réciprocité suppose un échange de concessions à l'avantage mutuel et égal de chaque partie. La réciprocité est différente du « traitement national » (voir définition), en vertu duquel une institution d'un pays peut faire dans le pays hôte tout ce que peuvent y faire les institutions de celui-ci.

Régime de pension privé. Régime de pension dont le répondant est un employeur (du secteur public ou du secteur privé) ou un syndicat. Les régimes privés comprennent les régimes de pension en fiducie, dans lesquels les cotisations des employeurs et des employés sont gérés par un fiduciaire; les régimes assurés, dans lesquels les cotisations sont amalgamées aux fonds d'assurance d'une compagnie d'assurance; les régimes enregistrés d'épargne-retraite (REER); et certains régimes de fonctionnaires où les fonds sont détenus par des gouvernements dans les comptes du Trésor. Les régimes de pension publics, par contre, sont offerts par les gouvernements à tous les citoyens qui y sont admissibles en raison de leur âge, de leur revenu ou des deux. Ces régimes comprennent le Régime de pensions du Canada, le Régime de sécurité de la vieillesse et le Supplément de revenu garanti.

Rétrocession hypothécaire. Forme de titre hypothécaire pour lequel les paiements d'intérêt et de remboursement du capital sur les créances hypothécaires reçues par le fonds sont redistribués aux détenteurs de certificats au *prorata* de leur participation dans le fonds.

Risque de crédit. Risque qu'une contrepartie à un contrat (l'emprunteur, par exemple) ne puisse respecter les modalités de celui-ci, habituellement en ce qui concerne le paiement des intérêts ou le remboursement du capital, ou les deux.

Risque de position. Risque que la position financière d'un intervenant du marché soit affectée négativement par une fluctua-

tion des taux d'intérêt ou de change si son actif et son passif ne sont pas équilibrés en ce qui concerne les taux d'intérêt ou le panier de devises.

Risque de prix. Voir *risque de position.*

Souscription. Processus selon lequel les valeurs mobilières et les polices d'assurance sont émises.

Swap. Opération financière par laquelle deux parties conviennent d'échanger des paiements dans le temps selon une règle prédéterminée. Voir « swap de devises » et « swap de taux d'intérêt ».

Swap de devises. Opération par laquelle deux parties échangent un paiement d'intérêt en une devise contre un paiement d'intérêt dans une autre. Les parties peuvent aussi échanger le montant du capital à un taux de change négocié. À l'échéance, le montant du capital peut être échangé de nouveau à un taux de change préétabli.

Swap de taux d'intérêt. Opération par laquelle deux parties échangent des paiements d'intérêt sur un montant de capital hypothétique. Les principaux types de swaps sont les suivants : taux fixe contre taux variable dans la même devise; taux variable contre un autre taux variable dans la même devise; et taux fixe dans une devise contre taux variable dans une autre devise.

Titre hypothécaire. Titre sur un regroupement de créances hypothécaires.

Titrisation. Terme qui a deux significations : 1) l'émission directe de titres par des sociétés qui veulent emprunter; et 2) le regroupement de prêts hypothécaires, de soldes de cartes de crédit ou de prêts pour achats d'automobiles en fonds de créances, qui sont ensuite fractionnés en unités vendues aux investisseurs sous forme de titres. Dans le premier cas, le terme désigne l'utilisation accrue de titres traditionnels – comme les obligations – ainsi qu'une variété de nouveaux instruments négociables comme les facilités d'émission d'effets, les effets à taux variable et l'euro-papier commercial. Dans le second cas, il désigne la conversion de prêts ou de créances en instruments négociables qui sont alors offerts à des investisseurs.

Traitement national. Dans les négociations commerciales, entente entre les parties qui prévoit que le pays hôte accordera exactement le même traitement aux institutions étrangères qu'aux siennes propres.

Transactions de gré à gré. Transactions d'instruments financiers effectuées à l'extérieur des bourses organisées. Ces transactions comprennent les prêts bancaires, les swaps, et ainsi de suite.

Équipe de recherche

André Ryba, directeur
Keith Patterson

Andrée Mayrand
Pierre Mercier
Ashok Nigam
Hani Zayat

Carole Morris, secrétaire

Études techniques commandées par le Conseil

Conseil économique du Canada	« Les marchés financiers canadiens et la mondialisation » (à paraître)
Mayrand, A.	« Concentration sur les marchés financiers canadiens – Mise à jour »
Nigam, A.	« Canadian corporations, financial innovation and international capital markets: A survey »
Patterson, K.	« Coordination of macroeconomic policies »
Ryba, A.	« The securitization of business loans »
Zayat, H.	« Les emprunteurs et institutions financières canadiens sur les marchés financiers internationaux »